

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

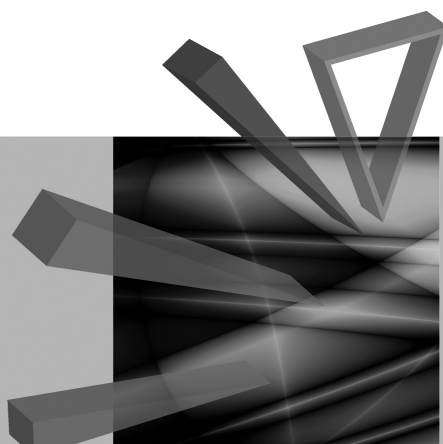
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

267

Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-243-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Piotr Liszek: Polski handel zagraniczny gazem płynnym w latach 2004-2011	9
Marek Maciejewski: Otwartość polskiej gospodarki w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych	19
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Obsługa logistyczna sektora handlu	30
Dominika Malchar-Michalska: Wpływ kryzysu żywnościowego na wykorzystanie ograniczeń eksportowych w handlu międzynarodowym surowcami rolnymi	39
Jakub Marszałek: Związki rynkowej wyceny akcji i obligacji zamiennych na akcje – analiza sektorowa na giełdzie papierów wartościowych w Tel Awiwie	49
Grzegorz Mazur: Powszechny system preferencji celnych UE – w kierunku nowych rozwiązań	60
Jakub Mazurek: Międzynarodowa strategia spekulacyjna Carry Trade. Sprzeczność z teorią nieobciążonego parytetu stóp procentowych i ryzyko kryzysu walutowego jako determinanta ponadprzeciętnej stopy zwrotu ...	72
Bartosz Michalski: Międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki w perspektywie koncepcji <i>soft power</i>	83
Ewa Mińska-Struzik: Konkurencyjność polskiego eksportu produktów wysokiej techniki	95
Edward Molendowski: Główne tendencje w handlu zagranicznym Nowych Państw Członkowskich (UE-10) wynikające z akcesji do UE	106
Barbara Mróz-Gorgoń: Procesy globalizacji i ich wpływ na zarządzanie marką sieci franczyzowych	122
Wanda Nowara: Cechy filii zagranicznej jako determinanty jej dezinvestycji	132
Anna Odrobina: Korporacje transnarodowe a globalna działalność badawczo-rozwojowa	144
Monika Paradowska: Problemy zrównoważonego rozwoju transportu w kontekście międzynarodowego handlu i inwestycji	155
Paweł Pasierbiak: Powiązania inwestycyjne między Japonią i Koreą Południową	168
Iwona Pawlas: Relacje handlowe Polski z wybranymi krajami Unii Europejskiej w okresie niestabilności gospodarczej	179
Bożena Pera: Wymiana handlowa krajów Unii Europejskiej a globalny kryzys finansowy	191

Katarzyna Puchalska: Korporacje transnarodowe i ich znaczenie we współczesnej gospodarce światowej	203
Łukasz Puślecki: Zarządzanie aliansami na podstawie wyników najnowszych badań	213
Denisa Repková: Financing financial crisis in banking sector	225
Magdalena Rosińska-Bukowska: Korporacje transnarodowe wobec wyzwań semiglobalnego otoczenia	231
Jerzy Rymarczyk: Wpływ globalnego kryzysu finansowego na zadłużenie krajów strefy euro	241
Iwona Sobol: Analiza instrumentów pochodnych z perspektywy finansów islamskich	252
Tadeusz Sporek: Konkurencyjność rozwoju gospodarki w procesie globalnej konkurencji i internacjonalizacji	262
Magdalena Kinga Stawicka: Handel zagraniczny a bezpośrednie inwestycje zagraniczne – zjawiska komplementarne czy substytucyjne w gospodarce polskiej?	269
Krzysztof Szaflarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Wpływ procesów globalizacyjnych na funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw w aglomeracji górnośląskiej	278
Barbara Szymoniuk: Budowanie kapitału społecznego klastrów w semiglobalnym otoczeniu	289
Alina Szypulewska-Porczyńska: Stan i tendencje rozwoju handlu w ramach rynku wewnętrznego usług Unii Europejskiej	298
Marek Wróblewski: Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec kryzysu finansowego w Europie	307
Waldemar Zadworny: Analiza postaw przedsiębiorczych w sektorze MŚP na Podkarpaciu (w świetle wyników badań ankietowych)	318
Dominika Zenka-Podlaszewska: Zyski jako determinanta inwestycji w teorii ekonomii	331
Wojciech Zysk: Działalność eksportowa spółek z udziałem zagranicznym w Polsce w latach 2004-2010	342

Summaries

Piotr Liszek: Polish foreign trade of liquefied petroleum gas in the years 2004-2011	18
Marek Maciejewski: Openness of Polish economy in terms of capital account liberalization	29
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Logistic service for trade sector	38
Dominika Malchar-Michalska: The impact of the food crisis on the implementation of agricultural export restrictions in the world agricultural trade	48

Jakub Marszałek: Shares and convertible bonds market valuation relation – sector analysis on the Tel Aviv Stock Exchange.....	59
Grzegorz Mazur: Generalised system of customs preferences of the European Union – towards new regulations	70
Jakub Mazurek: Carry Trade – international speculative strategy. Contraction with uncovered interest rate parity and currency crash risk as a determinant of excessive rate of returns	82
Bartosz Michalski: International competitiveness of Polish economy in the perspective of the soft-power concept	94
Ewa Mińska-Struzik: Competitiveness of Poland's high-tech exports	105
Edward Molendowski: Main trends in foreign trade of New Member States (EU-10) resulting from the accession to the EU.....	121
Barbara Mróz-Gorgoń: Globalization processes and their influence on franchise chain brand management	131
Wanda Nowara: Characteristics of foreign subsidiaries as determinants of its divestment.....	143
Anna Odrobina: Transnational Corporations and global research and development activities.....	154
Monika Paradowska: Problems of sustainable transport development in the context of international trade and investments	167
Paweł Pasierbiak: Investment ties between Japan and the Republic of Korea.....	178
Iwona Pawlas: Trade relations between Poland and chosen EU member economies at the time of economic instability	190
Bożena Pera: European Union trade and global financial crisis	202
Katarzyna Puchalska: Transnational Corporations and their role in contemporary world economy	212
Łukasz Puślecki: Alliance management on the basis of results of recent studies.....	224
Denisa Repková: Finansowanie kryzysu w sektorze bankowym.....	230
Magdalena Rosińska-Bukowska: Transnational Corporations in the Face of semi-global environment challenges	240
Jerzy Rymarczyk: Impact of the total financial crisis on the debts of the euro zone countries	251
Iwona Sobol: Analysis of derivatives from the perspective of Islamic finance	261
Tadeusz Sporek: Competitiveness of the development of economy in the process of global competition and internationalization	268
Magdalena Kinga Stawicka: Foreign trade and foreign direct investments – complementary or substitutable phenomena in Polish economy?	277
Krzysztof Szaflarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Influence of globalisation on small and medium enterprises at Upper Silesian district	288

Barbara Szymoniuk: Building social capital of clusters in the semi-global environment	297
Alina Szypulewska-Porczyńska: State and tendencies in the development of trade within the EU internal services market.....	306
Marek Wróblewski: International Monetary Fund towards the financial crisis in Europe	317
Waldemar Zadworny: Analysis of self-starter attitude in SME'S sector in Podkarpacie region (in the light of poll results)	330
Dominika Zenka-Podlaszewska: Profits as a determinant of investment in the theory of economics.....	341
Wojciech Zysk: Export activity of companies with foreign capital share in Poland in the years 2004-2010	350

Iwona Sobol

Uniwersytet Gdański

ANALIZA INSTRUMENTÓW POCHODNYCH Z PERSPEKTYWY FINANSÓW ISLAMSKICH

Streszczenie: Artykuł poświęcony jest analizie instrumentów pochodnych w kontekście finansów islamskich. Tradycyjne derywaty w większości przypadków nie mogą być oferowane przez islamskie instytucje finansowe, gdyż ich konstrukcja nie jest zgodna z bardzo restrykcyjnymi zasadami prawa religijnego muzułmanów – szariatu, takimi jak zakaz lichwy, spekulacji czy też nakaz unikania ryzyka. Jednakże z uwagi na to, że instrumenty pochodne są ważnym narzędziem w zarządzaniu ryzykiem, trwają debaty wśród ekonomistów muzułmańskich na temat możliwości wykorzystania jako derywatów tradycyjnych islamskich metod finansowania, a także tworzenia całkowicie nowych instrumentów, których konstrukcja zgodna byłaby z szariatem.

Słowa kluczowe: finanse islamskie, instrumenty pochodne, szariat.

1. Wstęp

W ciągu kilku ostatnich dekad można zaobserwować rosnące znaczenie finansów islamskich. Szacuje się, że w pierwszej dekadzie XXI wieku wartość aktywów będących w posiadaniu islamskich instytucji rosła w tempie 15% rocznie, osiągając poziom przekraczający 1 bln USD. Na świecie funkcjonuje ponad 300 islamskich instytucji finansowych. Działają w ponad 75 państwach, nie tylko w krajach islamskich, ale również w tych, które zamieszkuje mniejszość muzułmańska.

Islamskie produkty finansowe różnią się od tradycyjnych tym, że ich budowa i zasady obrotu muszą być zgodne z zasadami prawa religijnego muzułmanów – szariatu (*Sharia*). W konsekwencji konstrukcja instrumentów finansowych różni się od tych oferowanych przez konwencjonalne instytucje finansowe. Niemniej jednak muzułmańskie instytucje starają się zaspokajać wiele najróżniejszych potrzeb swoich klientów i na islamskim rynku finansowym powstają substytuty niemal wszystkich produktów oferowanych przez instytucje tradycyjne – kredyty, depozyty, gwarancje, papiery wartościowe, produkty ubezpieczeniowe itp.

Wśród instrumentów stosunkowo rzadko obecnych na islamskim rynku są instrumenty pochodne, czyli derywaty. Derywaty są to takie instrumenty, których

cena zależy bezpośrednio od ceny instrumentu bazowego. Instrumentami bazowymi mogą być zarówno towary fizyczne (produkty rolne, nośniki energii, metale), jak i instrumenty finansowe, np. stopa procentowa, kurs walutowy, akcje i indeksy akcji. Derywaty są bardzo przydatne do ochrony przed różnymi rodzajami ryzyka, niemniej ich stosowanie może przynieść ich użytkownikom ogromne straty, o czym przekonali się m.in. Barings Bank, Procter & Gamble czy też niemiecki koncern Metallgesellschaft. Również za kryzys finansowy lat 2007-2009, którego konsekwencje trwają do dzisiaj, współwiną obarcza się instrumenty pochodne. Warto w tym miejscu zauważyć, że islamskie instytucje finansowe, szczególnie banki, nie ucierpiały na kryzysie tak, jak wiele instytucji finansowych działających w krajach wysoko rozwiniętych. Tłumaczy się to ich ścisłym powiązaniem z realną sferą gospodarki oraz właśnie niskim zaangażowaniem w obrót instrumentami pochodnymi.

Niemniej jednak derywaty stosowane w umiejętny sposób są bardzo użytecznymi instrumentami. Dzięki nim podmioty gospodarcze mogą zredukować różnego rodzaju ryzyka, na które narażone są, prowadząc swoją działalność. Dzięki temu zaś różnie ich konkurencyjność w skali międzynarodowej. Dlatego też ważne jest, żeby również przedsiębiorstwa i instytucje finansowe, które działalność swoją chcą prowadzić zgodnie z zasadami muzułmańskiego prawa religijnego, miały możliwość zarządzania ryzykiem poprzez odpowiednie instrumenty finansowe.

Celem niniejszego artykułu jest analiza zasad szariatu, do których powinny stosować się islamskie instytucje finansowe, oraz wpływ tych zasad na obrót instrumentami pochodnymi, a także przybliżenie produktów islamskich, które mogą mieć podobne zastosowanie do zarządzania ryzykiem jak tradycyjne transakcje terminowe.

2. Charakterystyka instrumentów pochodnych na przykładzie transakcji terminowych

Transakcje terminowe należą do najstarszych i jednocześnie najprostszych narzędzi służących do zabezpieczania przed ryzykiem. Podobnie jak inne rodzaje instrumentów pochodnych, mogą być oparte na najróżniejszych instrumentach bazowych. Polegają one na kupnie/sprzedży danego instrumentu bazowego przy założeniu, że jego dostawa następuje w określonym momencie w przyszłości, cena zaś, według której dokonywany jest zakup/sprzedaż, ustalana jest w dniu zawarcia transakcji. Można wyróżnić dwa główne typy transakcji terminowych: *forward* oraz *futures*. Transakcje *forward* zawierane są na rynku pozagiełdowym (*over the counter* – OTC), z kolei obrót transakcjami *futures* odbywa się na regulowanym rynku giełdowym. W porównaniu z transakcjami *forward* rynek kontraktów *futures* jest w bardzo wysokim stopniu standaryzowany. Standaryzacja obejmuje przedmiot i wielkość transakcji, minimalną zmianę ceny kontraktu, a także termin realizacji transakcji. Trzeba jednakże zauważyć, że uczestnik rynku *futures* nie musi czekać na termin realizacji i najczęściej tak nie robi. W dowolnym momencie do dnia realizacji może wyrównać swoją pozycję wobec izby rozliczeniowej giełdy, która jest partnerem transakcji, i w ten sposób rozliczyć transakcję. Istota wyrównania pozycji polega

na sprzedaży wcześniej kupionych kontraktów lub kupnie wcześniej sprzedanych kontraktów przed terminem realizacji transakcji. Warto zaznaczyć, że izba rozliczeniowa gwarantuje pełne rozliczenie zawartych transakcji przez każdego uczestnika. Dzięki temu zredukowane jest ryzyko kontrahenta.

3. Podstawowe zasady finansów islamskich a instrumenty pochodne

Zanim przedstawione zostaną podstawowe zasady szariatu, w sposób istotny decydujące o dostępności instrumentów pochodnych dla podmiotów gospodarczych chcących funkcjonować w zgodzie z przekonaniem religijnym, należy zaznaczyć, że nie ma konsensu wśród uczonych muzułmańskich na temat legalności obrotu derywatami. Główne źródła, na których oparty jest szariat – Święta Księga Muzułmanów Koran oraz Sunna, czyli zbiór pism (hadisów), opowiadających o słowach i czynach Proroka Mahometa – powstały w czasach, gdy instrumenty pochodne nie były znane. Dlatego też zapisy Koranu i Sunny bywają różnie interpretowane. Ponadto często konieczne jest korzystanie ze źródła szariatu zwanego kijas i oznaczającego „rozumowanie analogiczne”. W takiej sytuacji problem, który jest niejasny, jest rozwiązywany przez eksperta w danej dziedzinie. W rozumowaniu analogicznym trudno jednak jest uniknąć wpływów osobistych przekonań eksperta, który podejmując decyzję, opiera się na doktrynie prawnej i na własnym doświadczeniu¹.

Znamienne są w tym miejscu słowa jednego z komentatorów „Financial Times” odnoszące się do możliwości zaangażowania się banków islamskich w transakcje *futures*: „wszystko zależy od rady szariatu banku, złożonej z uczonych w prawie koranicznym [...]. To od każdej poszczególnej instytucji zależy, które transakcje są zgodne z islamem”². Można się zatem spotkać z przeciwstawnymi poglądami na temat derywatów. Na przykład słynny uczyony pakistański, mufti Taqi Usmani, sprzeciwia się wszystkim rodzajom instrumentów pochodnych³. Z kolei Rada Szariatu (*Shariah Advisory Council*) działająca przy malezyjskiej Komisji Papierów Wartościowych zezwoliła na handel kontraktami *futures* opartymi na towarach, o ile są one uznane za *halal*⁴. Gdyby nie fakt, że w skład indeksu KLCI wchodziły akcje spółek zaangażowanych w działalność *haram*, obrót indeksowymi kontraktami *futures* byłby również dozwolony⁵.

¹ A. Scarabel, *Islam*, WAM, Kraków 2004, s. 44.

² R. Khalaf, *An inherent contradiction*, „Financial Times”, 15 December 1994.

³ *What shariah experts say? Futures, options and swaps*, „International Journal of Islamic Financial Services” 1999, vol. 1, no. 1.

⁴ Zgodnie z szariatem podmioty gospodarcze mogą wyłącznie zajmować się działalnością dozwoloną, czyli *halal*. Nie mogą natomiast angażować się w inwestycje określone słowem *haram* („to co zakazane”). Do *haram* należą takie dziedziny, jak: tytoń, alkohol, narkotyki, pornografia, ale również np. wieprzowina.

⁵ S. Mohamad, A. Tabatabaei, *Islamic Hedging or Risk Management*, Paper submitted to the 21st Australian Finance and Banking Conference, 16-18 December 2008.

Jak wspomniano, działalność islamskich instytucji finansowych opiera się na prawie religijnym muzułmanów, czyli szariatcie, co wynika z faktu, że w świecie islamu religia ma wpływ na wszystkie dziedziny życia. Prawu religijnemu podlega nawet gospodarka. Dla banków i innych instytucji finansowych oznacza to, że wszelkie oferowane przez nie instrumenty muszą być z szariatem zgodne.

Podstawową zasadą obowiązującą islamskie instytucje finansowe jest zakaz pobierania procentu od kapitału, czyli lichwy. W języku arabskim lichwa nosi nazwę *riba*, co można przetłumaczyć jako nadmiar czy też zwiększenie się⁶. Zakaz *riba* wywodzi się bezpośrednio z Koranu. Koran nie zostawia pola do dyskusji, że *riba* jest złem i osoby, które praktykują *riba*, powinny być karane. Świadczą o tym chociażby następujące wersety zawarte w surze Krowa (*Al Bakara*)⁷:

A ci, którzy pożerają lichwę, nie powstaną inaczej, niż powstaje ten, którego przewrócił szatan przez dotknięcie. Tak jest, ponieważ oni mówią: „handel jest podobny do lichwy”. Lecz Bóg dozwolił handel, a zakazał lichwy. A ten, kto otrzymał napomnienie od swego Pana i powstrzymał się, będzie miał swoje poprzednie zyski i jego sprawa należy do Boga. A którzy powrócą, tacy będą mieszkańcami ognia; oni tam będą przebywać na wieki (2.275).

O wy, którzy wierzycie! Bójcie się Boga i porzućcie to, co pozostało z lichwy, jeśli jesteście wierzącymi! Jeśli jednak tego nie uczynicie, to oczekujcie wezwania do wojny od Boga i Jego Posłańca! A jeśli się nawrócicie, to otrzymacie swój kapitał. Nie czyńcie niesprawiedliwości, to i wy nie doznacie niesprawiedliwości! (2.278 i 2.279).

Chociaż w Koranie czy też hadisach można przeczytać o zakazie *riba*, nigdzie nie jest napisane, czym właściwie *riba* jest, przez co kwestia *riba* jest jednym z najtrudniejszych, jeśli nie najtrudniejszym problemem muzułmańskiej jurysprudencki (*fiqh*). Niemniej jednak dominują poglądy, że *riba* – w przeciwieństwie do lichwy, w świecie zachodnim rozumianej jako popieranie wygórowanych procentów od pożyczonego kapitału – oznacza jakiegokolwiek, nawet najmniejsze oprocentowanie.

Zakaz *riba* ma niewątpliwie ogromny wpływ na kwestie związane z instrumentami pochodnymi. Przede wszystkim należy zaznaczyć, że panuje pełna zgoda wśród ekonomistów muzułmańskich, że obrót derywatami opartymi na stopie procentowej jest zabroniony. Zgadzą się z tym nawet tak liberalni islamscy ekonomiści jak M.H. Kamali⁸. Ponadto zgodnie z zakazem *riba* niedozwolone jest zawieranie walutowych transakcji terminowych, co wiąże się z faktem, iż wysokość kursu terminowego oparta jest na stopach procentowych⁹. Natomiast zakaz *riba* nie musi obejmować pochodnych opartych na innych instrumentach bazowych.

⁶ R. Azhar, *Economics of An Islamic Economy*, Brill, Leiden 2010, s. 279.

⁷ Wersety Koranu zostały zaczerpnięte z tłumaczenia J. Bielawskiego, które ukazało się nakładem Państwowego Instytutu Wydawniczego w roku 1980.

⁸ M.H. Kamali, *The permissibility and potential of developing Islamic derivatives as financial instruments*, „Journal of Economics and Management” 1999, vol. 7, no. 2.

⁹ Na temat kalkulacji terminowego kursu walutowego zob. D. Marciniak-Neider (red.), *Rozliczenia międzynarodowe*, PWE, Warszawa 2011, s. 360-261.

Kolejną zasadą obowiązującą muzułmanów, zatem i islamskie instytucje finansowe, jest unikanie *gharar*. Słowo to pochodzi od staroarabskiego *ghoroor*, oznaczającego arogancję i oszustwo¹⁰. Współcześnie do *gharar* można zaliczyć m.in. transakcje spekulacyjne, handel towarem, którego się nie posiada, czy też takim, który nie wiadomo jaką korzyść przyniesie w przyszłości. Do zakazu *gharar* odnosi się jeden z najczęściej cytowanych w kontekście instrumentów pochodnych hadisów – *nie sprzedawaj tego, co nie jest w twoim posiadaniu*. Jeśli przyjąć te słowa Proroka w sposób dosłowny, obrót derywatami byłby w większości przypadków niemożliwy. Można się spotkać jednak z opiniami, że zapis ten nie odnosi się do produktów powszechnie występujących i łatwo dostępnych. A takie są głównie bazą dla kontraktów terminowych. Według jeszcze innej interpretacji nieistotne jest posiadanie fizyczne towaru w momencie podpisania umowy, ale możliwość jego dostarczenia w momencie rozliczenia kontraktu¹¹. Taka interpretacja wspomnianego hadisu również nie wyklucza zawierania transakcji terminowych.

Zakaz *gharar* ma na celu wyeliminowanie ryzyka i niepewności, które to są zasadniczą cechą instrumentów pochodnych. W przypadku derywatów nie ma pewności, czy transakcja zostanie zrealizowana przez kontrahenta. Zwolennicy instrumentów pochodnych wskazują, że ryzyko jest immamentną cechą prowadzenia działalności gospodarczej i nawet tak bardzo islamskie techniki finansowania, jak *mudaraba* i *musharaka*, oparte są na ryzyku¹². Ponadto w obronie derywatów zawieranych na giełdach, a takimi są np. transakcje *futures*, należy dodać, że *gharar* jest w dużym stopniu wyeliminowany dzięki temu, że działająca przy giełdzie izba rozliczeniowa gwarantuje wypłacalność partnerów transakcji.

Instrumenty pochodne, mimo że stworzone zostały jako narzędzia chroniące przed ryzykiem, są w świecie Zachodu stasowane bardzo często w celu spekulacji. Temu sprzeciwia się zarówno zasada unikania *gharar*, jak i zakaz *maysir*, czyli zakaz hazardu. Najważniejsze źródło szariatu, czyli Koran, zakazuje hazardu tymi słowami:

Będą ciebie pytać o wino i grę majsir. Powiedz: „W nich jest wielki grzech i pewne korzyści dla ludzi; lecz grzech jest większy aniżeli korzyść z nich”. Będą ciebie pytać o to, co mają rozdawać. Powiedz: „To, co jest zbyteczne”. Tak Bóg wyjaśnia wam znaki. Być może, wy się zastanowicie (2.219).

O wy, którzy wierzycie! Wino, majsir, bałwany i strzały wróżbiarskie – to obrzydliwość wynikająca z dzieła szatana. Unikajcie więc tego! Być może, będziecie szczęśliwi! (5.90).

¹⁰ Y. Abdul-Rahman, *The Art of Islamic Banking and Finance. Tools and Techniques for Community-Based Banking*, John Wiley and Sons, Hoboken 2010, s. 43.

¹¹ M.H. Kamali, wyd. cyt.

¹² *Mudaraba* i *musharaka* są metodami finansowania opartymi na dzieleniu się stron umowy zyskami i stratami z inwestycji (Profit and Loss Sharing – PLS). Zob. szerzej I. Sobol, *Analiza technik finansowania stosowanych w bankowości islamskiej*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku międzynarodowym*, red. J. Schroeder, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011, s. 190-192.

Większość uczonych muzułmańskich, opierając się na wyżej przytoczonych wersetach, uważa zawieranie transakcji finansowych w celu spekulacji za hazard, któremu bezwzględnie należy się sprzeciwić. Jednakże i w tym względzie pojawiają się odmienne opinie. Część ekonomistów islamskich (O.I. Bacha, M.G. Hussain) wskazuje na istotną zaletę spekulacji, jaką jest zapewnienie płynności na rynku, bez której niemożliwe byłoby zawieranie transakcji hedgingowych¹³. M.H. Kamali z kolei zaznacza, że spekulacji uniknąć się nie da, dlatego ważne jest jej kontrolowanie poprzez tworzenie odpowiednich regulacji prawnych¹⁴.

4. Przykłady islamskich transakcji terminowych

Jako że, jak wspomniano, tradycyjne instrumenty pochodne nie mogą być stosowane w świecie islamu, do zarządzania ryzykiem wykorzystuje się istniejące produkty finansowe. Wśród nich można wymienić m.in. odpowiedniki transakcji terminowych, czyli kontrakty *salam* oraz *istisna*.

Zgodnie z zasadą unikania *gharar* szariat zabrania sprzedaży towarów, które jeszcze nie istnieją, gdy kontrakt jest podpisywany. Wyjątkiem są wyżej wymienione techniki finansowania. Przeczytać można o tym w następującym hadisie – *Posłaniec Allaha przybył do Medyny, gdzie zauważył mieszkańców handlujących owocami przy wykorzystaniu 1-, 2-, 3-letnich transakcji salam. Posłaniec Allaha powiedział – ktokolwiek zawiera kontrakty salam, musi określić wielkość i wagę sprzedawanego towaru, a także termin jego dostarczenia.*

Zatem transakcje *salam* są dozwolone w islamie, o ile przestrzega się ściśle określonych zasad. Większość prawników, opierając się na *kijas*, czyli analogicznym rozumowaniu, dopuściło do obrotu również kontrakt *istisna*¹⁵.

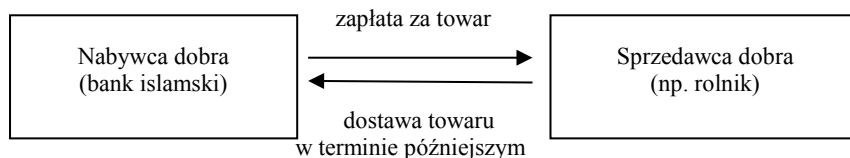
Kontrakt *salam* polega na tym, że bank nabywa dobra, które otrzyma dopiero za jakiś czas (rys. 1). Obie strony osiągają z takiej transakcji korzyści. Sprzedawca dobra otrzymuje płatność od razu, dzięki czemu dysponuje funduszami niezbędnymi na wyprodukowanie danego dobra. Bank zaś gwarantuje sobie cenę, po której kupuje dany towar. W przypadku wzrostu cen w przyszłości bank ma możliwość sprzedaży towaru z zyskiem.

Salam zawierany jest na ogół na krótkie okresy (od 1 do 3 miesięcy). Bardzo istotną jego cechą jest to, że rodzaj, jakość i ilość aktywa, które jest finansowane, muszą być ściśle określone. Jego sprzedawca ma obowiązek dostarczyć dane do-

¹³ O.I. Bacha, *Derivative instruments and Islamic finance. Some thoughts for a reconsideration*, [w:] *Islamic Banking and Finance. Status and Issues*, red. M.G. Hussain, Deep & Deep Publications, New Delhi 2012, s. 97-98, oraz A. Khorshid, *Understanding derivatives within Islamic finance*, [w:] *Euromoney Encyclopedia of Islamic Finance*, red. A. Khorshid, Euromoney Institutional Investor, London 2009, s. 266-267.

¹⁴ M.H. Kamali, wyd. cyt.

¹⁵ M.A. El-Gamal, *A Basic Guide to Contemporary Islamic Banking and Finance*, Rice University, June 2000.



Rys. 1. Salam

Źródło: opracowanie własne.

bro w momencie określonym w umowie. Jeśli nie będzie w jego posiadaniu, będzie musiał je nabyć na rynku. Dlatego też ważne jest, że dobra, które są przedmiotem finansowania, muszą być łatwo dostępne¹⁶. W przeszłości przedmiotem *salam* były wyłącznie artykuły rolne. Obecnie mogą to być również inne produkty.

Zasadniczą różnicą między tradycyjnymi transakcjami terminowymi a kontraktami *salam* jest termin płatności. W transakcjach terminowych płatność następuje w przyszłości, w momencie dostawy towaru, podczas gdy w transakcjach *salam* mamy do czynienia z płatnością natychmiastową. Zarówno w transakcjach *salam*, jak i terminowych dostawa następuje w określonym momencie w przyszłości. Należy jednak zaznaczyć, że w przypadku transakcji terminowych, w szczególności kontraktów *futures*, istnieje możliwość zamknięcia pozycji przed terminem rozliczenia poprzez zajęcie pozycji odwrotnej w stosunku do pierwotnej. Wówczas nie dochodzi w ogóle do fizycznej dostawy instrumentu bazowego. Kontrakt *salam* takiej możliwości nie daje.

Kontrakt *salam* może służyć – chociaż należy dodać, że nie ma tu zgody wśród islamskich ekonomistów – jako zabezpieczenie przed zmianą ceny akcji¹⁷. W takiej sytuacji strony kontraktu umawiają się, że jedna z nich dostarczy określoną liczbę akcji w umówionym z góry terminie w przyszłości, druga zaś w zamian zapłaci za akcje już w momencie zawierania umowy. Jako że zapłata następuje z góry, nabywca akcji płaci zazwyczaj niższą cenę niż aktualna cena rynkowa. Transakcja *salam* zabezpiecza obie strony transakcji w przypadku niewielkich fluktuacji ceny. Sprzedawca jest zabezpieczony, gdyż otrzymując pieniądze w momencie zawierania umowy, może je natychmiast zainwestować, dzięki czemu może zrekompensować ewentualne straty wynikające ze wzrostu akcji w przyszłości. Z kolei nabywca akcji jest zabezpieczony przed ewentualnym spadkiem ceny akcji dzięki temu, że dokonuje płatności z dyskontem.

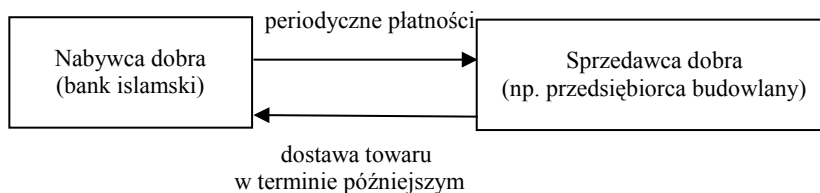
Trzeba jednak zaznaczyć, że w praktyce cena instrumentu bazowego może różnić się zasadniczo od ceny, po której nastąpiła sprzedaż w kontrakcie *salam*, a przed

¹⁶ *Islamic Banking. A Guide for Small and Medium-sized Enterprises*, International Trade Center, Geneva 2009, s. 17.

¹⁷ Stosowanie kontraktu *salam* na akcje jest np. niezgodne z wytycznymi Accounting and Auditing Organization of Islamic Finance (AAOIFI).

taką sytuacją kontrakt ten nie zabezpiecza. Do tego celu może służyć zmodyfikowana jego wersja, tzw. *value-based salam*, czyli *salam*, w którym w momencie zawierania transakcji nie określa się wolumenu, ale wartość transakcji w dniu rozliczenia kontraktu. W takiej sytuacji liczba czy też ilość dostarczanego instrumentu uzależniona jest od jego ceny w dniu zapadalności kontraktu. *Value-based salam* jest niezgodny z zasadą, według której wymagane jest określenie ilości dostarczanego towaru, dlatego wielu ekonomistów muzułmańskich sprzeciwia się jego stosowaniu. Wśród znanych uczonych uważających, że *value-based salam* powinien być dozwolony, był Ibn Taymiah, reprezentujący ortodoksyjną szkołę hanbalicką¹⁸.

Za specyficzny kontrakt terminowy może być również uważana transakcja zwana *istisna*. *Istisna* jest często uważana za rodzaj *salam*, z tym że kontrakt ten dotyczy dłuższych okresów oraz płatność nie musi być dokonana w całości w momencie sprzedaży dobra, ale na ogół dokonywana jest w ratach w miarę postępu prac związanych z wyprodukowaniem danego dobra (rys. 2).



Rys. 2. *Istisna*

Źródło: opracowanie własne.

Ponieważ w przypadku transakcji *istisna* płatność nie musi być dokonana z góry w całości, można spotkać się z opiniami, że powinna stanowić podstawę tworzenia islamskiego rynku kontraktów terminowych¹⁹. Podobnie jednakże jak w przypadku *salam*, zawierając kontrakt *istisna*, nie można rozliczać transakcji przed terminem poprzez zajęcie pozycji odwrotnej.

Warto też dodać, że czynione są próby tworzenia całkiem nowych instrumentów pochodnych, które miałyby zalety tradycyjnych derywatów, a jednocześnie byłyby zgodne z zasadami szariatu. Propozycję takiego instrumentu – kontraktu *futures* – zgodnego z szariatem (*Sharia compatible futures* – SCF) przedłożył ekonomista z Uniwersytetu Króla Abdulaziza w Dżuddzie Abdul Rahim Al-Saati²⁰.

¹⁸ C. Helliar, A. Alsahlawi, *Islamic derivatives*, „Journal of Corporate Treasury Management” 2011, vol. 4, no. 2.

¹⁹ S.I. Tag El-Din, *The question of an Islamic futures market*, „IIUM Journal of Economics and Management” 2004, vol. 12, no. 1.

²⁰ Na temat konstrukcji i cech SCF zob. A.R. Al-Saati, *Sharia compatible futures*, „Journal of King Abdulaziz University, Islamic Economics” 2003, vol. 15.

Należy również zaznaczyć, że odpowiedniki w finansach islamskich mają nie tylko transakcje terminowe, ale także inne instrumenty pochodne, tj. opcje i swapy. Podobnie jak w przypadku transakcji terminowych, nie ma jednakże wspólnego stanowiska wśród uczonych islamskich na temat dopuszczalności ich stosowania.

5. Podsumowanie

W krajach islamskich pochodne instrumenty finansowe są oferowane stosunkowo rzadko. Sytuacja ta wynika głównie z faktu, że ich konstrukcja, a także zasady obrotu są niezgodne z zasadami szariatu, takimi jak zakaz lichwy, spekulacji czy też zakaz handlu towarem, w którego posiadaniu się nie jest. Niemniej jednak derywaty są najważniejszym instrumentem służącym do zarządzania ryzykiem. I istotne jest, aby podmioty gospodarcze działające w świecie islamu miały do nich dostęp. Zdaje sobie z tego sprawę wielu ekonomistów muzułmańskich. Dlatego też można zaobserwować próby wykorzystywania jako instrumenty pochodne tradycyjnych islamskich instrumentów finansowych, typu *salam* czy też *istisna*, a także tworzenia nowych derywatów, które zgodne byłyby z religijnym prawem muzułmanów.

Do wzrostu popularności i obrotu pochodnymi mogłoby przyczynić się stworzenie jednolitych reguł i praktyk rynkowych. Jednym z sukcesów w tym zakresie było opublikowanie w marcu 2010 roku przez International Swaps and Derivatives Association (ISDA) oraz International Islamic Financial Market (IIFM) umowy ramowej dotyczącej hedgingu za pomocą zgodnych z szariatem swapów (*Tahawwut Master Agreement*). Nad tworzeniem regulacji w zakresie obrotu derywatami pracują m.in. czołowe islamskie organizacje finansowe, takie jak Accounting and Auditing Organization of Islamic Finance (AAOIFI), Islamic Financial Services Board (IFSB), General Council for Islamic Banking and Finance Institutions (GCIBFI), Islamic International Rating Agency, a także Akademia Fiqh w Dżuddzie²¹.

Warto też dodać, że islamskie instytucje finansowe nie powinny podążać śladem instytucji działających w świecie Zachodu i tworzyć zbyt skomplikowanych instrumentów pochodnych, które nie tylko bardzo trudno jest wycenić, ale i zrozumieć. Jak już wspomniano w niniejszym opracowaniu, to dzięki brakowi zaangażowania w skomplikowane derywaty islamskie banki uniknęły skutków kryzysu finansowego lat 2007-2009. Do prostszych instrumentów ponadto łatwiej jest przekonać podmioty gospodarcze, szczególnie te mniejsze, których wiedza na temat metod zastosowania instrumentów pochodnych jest znikoma.

²¹ A.A. Jobst, J. Sole, *Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory*, IMF Working Paper, March 2012.

Literatura

- Abdul-Rahman Y., *The Art of Islamic Banking and Finance. Tools and Techniques for Community-Based Banking*, John Wiley and Sons, Hoboken 2010.
- Al-Saati A.R., *Sharia compatible futures*, „Journal of King Abdulaziz University, Islamic Economics” 2003, vol. 15.
- Azhar R., *Economics of An Islamic Economy*, Brill, Leiden 2010.
- Bacha O.I., *Derivative instruments and Islamic finance. Some thoughts for a reconsideration*, [w:] *Islamic Banking and Finance. Status and Issues*, red. M.G. Hussain, Deep & Deep Publications, New Delhi 2012.
- El-Gamal M.A., *A Basic Guide to Contemporary Islamic Banking and Finance*, Rice University, June 2000.
- Helliar C., Alsahlawi A., *Islamic derivatives*, „Journal of Corporate Treasury Management” 2011, vol. 4, no. 2.
- Islamic Banking. A Guide for Small and Medium-sized Enterprises*, International Trade Center, Geneva 2009,
- Jobst A.A., Sole J., *Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory*, IMF Working Paper, March 2012.
- Kamali M.H., *The permissibility and potential of developing Islamic derivatives as financial instruments*, „Journal of Economics and Management” 1999, vol. 7, no. 2.
- Khalaf R., *An inherent contradiction*, „Financial Times”, 15 December 1994.
- Khorshid A., *Understanding derivatives within Islamic finance*, [w:] *Euromoney Encyclopedia of Islamic Finance*, red. A. Khorshid, Euromoney Institutional Investor, London 2009.
- Koran*, tłum J. Bielawski, PIW, Warszawa 1980.
- Mohamad S., Tabatabaei A., *Islamic Hedging or Risk Management*, Paper submitted to the 21st Australian Finance and Banking Conference, 16-18 December 2008.
- Marciniak-Neider D. (red.), *Rozliczenia międzynarodowe*, PWE, Warszawa 2011.
- Scarabel A., *Islam*, WAM, Kraków 2004.
- Sobol I., *Analiza technik finansowania stosowanych w bankowości islamskiej*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku międzynarodowym*, red. J. Schroeder, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2011.
- Tag El-Din S.I., *The question of an Islamic futures market*, „IIUM Journal of Economics and Management” 2004, vol. 12, no. 1.
- What shariah experts say? Futures, options and swaps*, „International Journal of Islamic Financial Services” 1999, vol. 1, no. 1.

ANALYSIS OF DERIVATIVES FROM THE PERSPECTIVE OF ISLAMIC FINANCE

Summary: The objective of this paper is the analysis of derivatives in the context of Islamic finance. Traditional derivatives in most cases cannot be offered by Islamic financial institutions, since their construction is not compliant with very restrictive rules of Muslim religious law – Sharia, such as the prohibition of usury, speculation, or an obligation to avoid risk. However, given that derivatives are an important tool in risk management, there is an ongoing debate among Muslim economists about the possibility to use traditional Islamic methods of finance as derivatives or to create entirely new instruments, whose construction would be compatible with Sharia law.

Keywords: Islamic finance, derivatives, risk, sharia.