

*Iwona Sobol\**

## **ANALIZA MOŻLIWOŚCI ZAWIERANIA TRANSAKCJI OPCYJNYCH NA ISLAMSKIM RYNKU FINANSOWYM**

### **WSTĘP**

W ciągu kilku ostatnich dekad można zaobserwować rosnące znaczenie finansów islamskich. Według danych UK Islamic Finance Secretariat<sup>1</sup> [UKIFS, 2012] wartość islamskich usług finansowych wyniosła pod koniec 2010 r. 1,130 bln USD i według szacunków, w 2011 r. wzrosła o 14% osiągając 1,289 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, które są stosunkowo rzadko obecne 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 dla ochrony przed różnymi rodzajami ryzyka, niemniej ich stosowanie może przynieść ich

---

\* Dr, adiunkt w Instytucie Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego.

<sup>1</sup> Głównym celem działalności UK Islamic Finance Secretariat (UKIFS) jest promocja i wspieranie rozwoju finansów islamskich w Wielkiej Brytanii. UKIFS jest głównym punktem kontaktowym między instytucjami finansowymi, świadczącymi islamskie usługi finansowe a brytyjskimi instytucjami publicznymi, takimi jak UK Trade & Investment, HM Treasury czy też Financial Services Authority.

użytkownikom ogromne straty, o czym przekonały się między innymi 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<sup>2</sup>. Warto w tym miejscu zauważyć, że islamskie instytucje finansowe, szczególnie banki nie ucierpiały na kryzysie tak jak wiele instytucji finansowych, działających w krajach wysokorozwiniętych. Tłumaczy się to ich ścisłym powiązaniem z realną sferą gospodarki oraz właśnie niskim zaangażowaniem w obrót instrumentami pochodnymi.

Niemniej jednak derywaty, a wśród nich opcje, stosowane w umiemytny sposób są bardzo użytecznymi instrumentami. Dzięki nim podmioty gospodarcze mogą zredukować różnego rodzaju ryzyka, na które narażone są prowadząc swoją działalność. Dzięki temu zaś rośnie 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 opcjami, a także przybliżenie produktów islamskich, które mogą mieć podobne zastosowanie dla zarządzania ryzykiem jak tradycyjne transakcje opcyjne.

## 1. CHARAKTERYSTYKA TRANSAKCJI OPCYJNYCH

Można wyróżnić kilka rodzajów instrumentów pochodnych, a wśród nich między innymi opcje. W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele, podobnych do siebie, definicji określających transakcje opcyjne. Najczęstsza z nich mówi, że opcja to umowa między nabywcą (posiadaczem) a sprzedawcą (wystawcą) dająca nabywcy prawo, ale nie obowiązek, do kupna (opcja kupna) lub sprzedaży (opcja sprzedaży) instrumentu bazowego przed lub w ustalonym dniu w przyszłości po określonej cenie w zamian za opłatę [Tarczyński i Zwolankowski, 1999]. Należy zaznaczyć, że nabywca dysponując prawem, ale bez obowiązku, do kupna bądź sprzedaży instrumentu bazowego może swobodnie zdecydować czy z takiego prawa skorzystać. Z kolei wystawca opcji jest zobowiązany odsprzedać lub odkupić instrument bazowy, jeśli nabywca opcji tego zażąda. Aby nabywca opcji mógł z takiego prawa skorzystać, musi zapłacić na rzecz wystawcy opcji, tzw. premię opcyjną. Premia płacona jest z góry bez względu na to, czy prawo posiadacza opcji zostanie wyegzekwowane. Premia

---

<sup>2</sup> Także Polskę dotknęły problemy związane z instrumentami pochodnymi. W latach 2008–2009 miał miejsce tzw. kryzys na rynku opcji walutowych. Szerzej na ten temat zob. Sobol, 2009.

stanowi maksymalną wielkość straty nabywcy opcji, a tym samym największy możliwy zysk dla sprzedającego opcję.

Transakcje opcyjne mogą być zawierane zarówno na rynku pozagiełdowym (*over the counter* – OTC), jak i regulowanym rynku giełdowym. W porównaniu do opcji będących przedmiotem obrotu na rynku OTC, rynek opcji giełdowych 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 giełdowego 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.

Biorąc pod uwagę termin realizacji opcji, nazywany również terminem wygaśnięcia opcji, można wyróżnić opcję typu europejskiego (*European option*) oraz typu amerykańskiego (*American option*)<sup>3</sup>. Chociaż nazwy tych opcji pochodzą od nazw geograficznych, nie mają one nic wspólnego z miejscem zawierania transakcji opcyjnych. Opcję europejską można zrealizować wyłącznie w określonym dniu wygaśnięcia. Opcja typu amerykańskiego zaś umożliwia posiadaczowi opcji jej realizację w dowolnym momencie przed datą zapadalności opcji.

## 2. PODSTAWOWE ZASADY FINANSÓW ISLAMSKICH A OPCJE

Zanim omówione zostaną podstawowe zasady szariatu, w sposób istotny decydujące o dostępności instrumentów pochodnych, w tym opcji, dla podmiotów gospodarczych, chcących funkcjonować w zgodzie z przekonaniem religijnymi, 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 analogicz-

---

<sup>3</sup> Opcje europejskie i amerykańskie należą do standardowych transakcji opcyjnych. Istnieje grupa opcji, tzw. opcje egzotyczne, o bardziej skomplikowanej konstrukcji. Nie są one jednakże przedmiotem zainteresowania niniejszego artykułu.

ne”. 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 doświadczeniu [Scarabel, 2004].

Jak wspomniano, działalność islamskich instytucji finansowych opiera się na prawie religijnym muzułmanów, czyli szariacie, 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 się [Azhar, 2010]. 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*)<sup>4</sup>.

*„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 oczekujecie 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 jurysprudenckiej (*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.

W literaturze najczęściej można spotkać się z dwoma rodzajami *riba* [Hassan i Lewis 2007]:

- *riba al-qarud* – lichwa w transakcjach kredytowych,
- *riba al-buyu* – lichwa w transakcjach handlowych.

<sup>4</sup> Wersety Koranu zostały zaczerpnięte z tłumaczenia J. Bielawskiego, które ukazało się nakładem Państwowego Instytutu Wydawniczego w roku 1980.

*Riba al-buyu* może występować w dwóch odmianach: *riba* nadmiaru (*riba al-fadl*) oraz *riba* opóźnienia (*riba al-nisa*). *Riba* nadmiaru dotyczy wymiany towarów różniących się jakością lub ilością. Zaś *riba* opóźnienia odnosi się do wymiany takich samych dóbr w tej samej ilości, jednakże w różnym czasie.

Zakaz *riba* ma niewątpliwie ogromny wpływ na kwestie związane z instrumentami pochodnymi, w tym opcjami. Przede wszystkim należy zaznaczyć, że panuje pełna zgoda wśród ekonomistów muzułmańskich, że obrót derywatami opartymi na stopie procentowej jest zabroniony. Zgadzają się z tym nawet liberalni islamscy ekonomiści, np. M. H. Kamali [1999]. Ponadto większość prawników islamskich nie dopuszcza również zawierania opcji walutowych, co wiąże się z faktem, iż wymianę walut utożsamiają oni z transakcją *baisarf* (wymiana złota i srebra), a ta może być tylko dokonywana z natychmiastową dostawą [Obaidullah, 1998]. Z wymianą następującą w przyszłości, a tak się dzieje w przypadku opcji walutowych, wiąże się występowanie *riba al-nisa*.

Natomiast zakaz *riba* nie musi obejmować pochodnych opartych na innych instrumentach bazowych. Zatem z punktu widzenia *riba* mógłby być możliwy np. obrót opcjami towarowymi, opcjami opartymi na akcjach czy też na indeksie akcji. Jednakże w tym miejscu należy zwrócić uwagę na kolejną zasadę, która musi być przestrzegana przez muzułmanów. Nie mogą oni mianowicie angażować się w inwestycje określone słowem *haram*, oznaczającym „to co zakazane”. Do *haram* należą takie dziedziny, jak: tytoń, alkohol, bankowość konwencjonalna, ale również np. wieprzowina. Zatem niezgodny z szariatem byłby np. obrót opcjami opartymi na akcjach browaru czy też tradycyjnej instytucji finansowej. W tej kwestii panuje również pełna zgoda wśród ekonomistów muzułmańskich.

Kolejną zasadą obowiązującą muzułmanów, zatem i islamskie instytucje finansowe jest unikanie *gharar*. Słowo to pochodzi od staroarabskiego *ghoroor*, oznaczającego arogancję i oszustwo [Abdul-Rahman, 2010]. Współcześnie do *gharar* można między innymi zaliczyć: 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, w tym opcjami 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 najczęściej bazą dla kontraktów opcyjnych. Według jeszcze innej interpretacji nieistotne jest posiadanie fizyczne towaru w momencie podpisania umowy, ale możliwość jego dostarczenia w momencie rozliczenia kontraktu [Kamali, 1999]. Taka interpretacja wspomnianego hadisu również nie wyklucza zawierania transakcji opcyjnych. Jednakże padają również argumenty, że w praktyce przedmiot opcji rzadko jest dostarczany, gdyż najczęściej rozliczane są wyłącznie różnice cenowe [Obaidullah, 1998]. A taka sytuacja jest niedopuszczalna, gdyż oznacza, że transakcja zawierana jest w celach spekulacyjnych.

Zakaz *gharar* ma na celu wyeliminować ryzyko i niepewność, 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 ryzyku<sup>5</sup>. Ponadto w obronie opcji zawieranych na giełdach, należy dodać, że *gharar* jest w dużym stopniu wyeliminowany dzięki temu, że działająca przy giełdzie izba rozliczeniowa gwarantuje wypłacalność partnerów transakcji. Dodać warto ponadto, że ryzyko kontrahenta dotyczy tylko wystawcy opcji. Nabywca opcji może stracić na transakcji wyłącznie premię, a tę musi zapłacić z góry, przed zawarciem transakcji. Zatem druga strona kontraktu nie ponosi żadnego ryzyka ze strony nabywcy.

Instrumenty pochodne mimo, że stworzone zostały jako narzędzia chroniące przed ryzykiem, są w świecie zachodu stosowane bardzo często w celu spekulacji. Temu sprzeciwia się zarówno zasada unikania *gharar*, jak też 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).

Większość uczonych muzułmańskich, opierając się na wyżej przytoczonych wersetach uważa zawieranie transakcji finansowych w celu spekulacji za hazard, któremu bezwzględnie należy się sprzeciwiać. Jednakże i w tym względzie pojawiają się odmienne opinie. Przede wszystkim nie ma zgody wśród ekonomistów islamskich czym spekulacja jest. Na przykład Kamali [1999] twierdzi, że hazard i spekulacja nie są tożsamymi pojęciami. W przypadku hazardu, kreowane jest ryzyko, które gdyby nie hazardziści nie istniałoby. Natomiast spekulanci nie kreują ryzyka, ale wykorzystują ryzyko już istniejące. Kamali argumentuje, że ryzyko to nie zniknęłoby, nawet gdyby nie istniały rynki terminowe. Dodaje też, że spekulacji uniknąć się nie da, dlatego ważne jest jej kontrolowanie poprzez tworzenie odpowiednich regulacji prawnych.

Warto też dodać, że część ekonomistów islamskich [Bacha, 2012; Khorshid, 2009] wskazuje na istotną zaletę spekulacji, jaką jest zapewnienie płynności na rynku, bez której niemożliwe byłoby zawieranie transakcji hedgingowych.

---

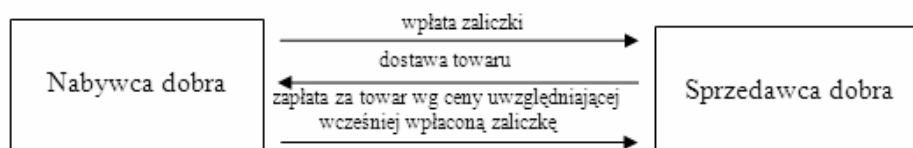
<sup>5</sup> *Mudaraba* i *musharaka* są metodami finansowania opartymi na dzieleniu się stron umowy zyskami i stratami z inwestycji (*Profit and Loss Sharing – PLS*). Zob. szerzej Sobol, 2011.

Transakcje opcyjne są nieakceptowane przez wielu muzułmańskich uczonych jeszcze z jednego powodu. Opcję uważa się za obietnicę. A jak tłumaczy słynny pakistański mufti Taqi Usmani wprowadzenie składanie obietnic jest dozwolone, jednakże nie mogą one być przedmiotem handlu, zatem składający obietnicę nie może żądać za to zapłaty. A taką zapłatę stanowi premia opcyjna [What Shariah Experts Say? Futures, Options and Swaps, 1999]. Pojawiają się również argumenty, że opcje powinny być zakazane, gdyż ich nabywca ma znacznie więcej korzyści niż wystawca, co jest jednoznaczne z opresją i niesprawiedliwością [Bacha, 2012].

### 3. PRZYKŁADY ISLAMSКИCH TRANSAKCJI OPCYJNYCH

Jako że tradycyjne instrumenty pochodne nie mogą być stosowane w świecie islamu, dla zarządzania ryzykiem wykorzystuje się istniejące produkty finansowe. Wśród nich można wymienić między innymi odpowiedniki transakcji opcyjnych, czyli kontrakty *al-arbun* oraz *al-khiyar*.

Kontrakt *al-arbun* (*arbun*, *urbun*), czyli płatność z dołu (*down payment*) polega na tym, że nabywca płaci sprzedawcy część kwoty za przedmiot dostawy. Jeśli z jakiegokolwiek powodu kupujący zrezygnuje z towaru, straci on wpłaconą zaliczkę. W przypadku, gdy kontrakt jest realizowany, cena, którą płaci jest pomniejszona o wcześniej wpłaconą kwotę (rysunek 1). *Al-arbun* przypomina swoją konstrukcją opcję kupna. Tak jak i ona, instrument ten stanowi dla nabywcy pewnego rodzaju zabezpieczenie, chroniące go przed zmianą ceny na rynku. Różnica pomiędzy dwoma tymi instrumentami jest taka, że w przypadku opcji kupna, jej nabywca traci premię, nawet gdy zrealizuje kontrakt, podczas gdy w transakcji *arbun* premia jest uwzględniona w ostatecznej cenie, którą płaci za dany towar. Dzięki takiej konstrukcji instrumentu unika się płatności za obietnicę, co jak wspomniano jest w islamie niedozwolone.



Rysunek 1. *Al-arbun*

Źródło: Opracowanie własne.

Transakcja *arbun* nie musi dotyczyć wyłącznie rynku towarowego, ale na drodze analogii, można ją np. wykorzystywać również w obrocie akcjami, o ile oczywiście nie są to akcje spółek kategorii *haram*.

Jednakże należy zaznaczyć, że transakcje *al-arbun* podobnie, jak i tradycyjne opcje wzbudzają kontrowersje. Spośród tradycyjnych szkół prawa muzułmańskiego akceptowane są jedynie przez szkołę hanbalicką<sup>6</sup>. Przedstawiciele pozostałych szkół zakazali tej transakcji, argumentując, iż niesie ona za sobą *gharar* dla sprzedawcy, który nie wie czy nabywca zdecyduje się ją zrealizować. Współcześnie wielu prawników muzułmańskich przyznaje, że nie ma żadnych przekonujących argumentów za, jak i przeciw stosowaniu transakcji *al-arbun*. Dlatego też Akademia prawa islamskiego (Islamic Fiqh Academy)<sup>7</sup> na odbywającej się w 1993 r. w Brunei 9 sesji zezwoliła te transakcje zawierać [El-Gamal, 2006].

Z większą akceptacją wśród uczonych muzułmańskich spotyka się konstrukcja *al-khijar*. Nie jest uważana ona za odrębny instrument, tak jak klasyczna transakcja opcyjna, ale za dodatek do innej transakcji (*embedded option*). Generalnie *al-khijar* odnosi się do specyficznego rodzaju prawa każdej ze stron kontraktu do jego potwierdzenia lub też odwołania. Opcja *al-khijar* może być za obopólną zgodą dołączona do kontraktu, lub też może stanowić immamentną cechę istniejącego już kontraktu. Istotą *al-khijar* jest zmniejszenie *gharar*, dzięki czemu jest akceptowalna przez wielu muzułmańskich prawników. Można wyróżnić kilka rodzajów *al-khijar*, między innymi *khiyar al-shart* (opcja warunkowa), *khiyar al-tayeen* (opcja wyboru), *khiyar al-ayb* (opcja związana z wadą towaru) [Helliar, Alsahlawi, 2011].

Za najbliższą tradycyjnej transakcji opcyjnej uważa się *khiyar al-shart*, czyli opcję warunkową. Jej istotą jest możliwość potwierdzenia lub odwołania kontraktu przez każdą ze stron umowy lub osobę trzecią w określonym czasie. W praktyce oznacza to, że nabywca kontraktu ma czas na analizę korzyści i kosztów transakcji, zanim podejmie ostateczną decyzję o jej zawarciu. Wszystkie główne szkoły islamu zezwalają na *khiyar al-shart*, jednak kontrowersje wzbudza okres, w którym można z kontraktu zrezygnować. W tym miejscu warto zacytować fragment hadisu przytaczanego przez Buchariego oraz Musli-ma<sup>8</sup>. Mianowicie, kiedy Habban Ibn Munqidh skarżył się Prorokowi, że często jest oszukiwany przy transakcjach handlowych, tenże mu odpowiedział „*kiedy coś sprzedajesz, ważne jest, żeby transakcji nie towarzyszyło oszustwo, dlatego też masz możliwość zrezygnowania z kontraktu w ciągu trzech dni*”. Szkoły hanaficka i szaficka potraktowały zapis tego hadisu dosłownie. Z kolei Imam Malik stwierdził, że termin rezygnacji powinien być uzależniony od rodzaju

<sup>6</sup> Wśród głównych szkół prawa muzułmańskiego można wymienić cztery szkoły sunnickie: hanaficką, malikicką, szaficką i hanbalicką oraz szyicką szkołę dżafarycką.

<sup>7</sup> Akademia prawa islamskiego (Islamic Fiqh Academy) działa w Dżudda przy Organizacji Współpracy Islamskiej (Organization of Islamic Cooperation – OIS). Jest to najbardziej prestiżowa instytucja, zajmująca się studiami nad szariatem.

<sup>8</sup> Zbiory hadisów autorstwa Buchariego oraz Musli-ma, znane pod nazwą Sahih („Prawdziwe”) cieszą się największym autorytetem wśród muzułmanów [Bielawski, 1980].



sprzedawanego produktu, np. inny okres powinien obowiązywać przy sprzedaży jedzenia a jeszcze inny, gdy sprzedaje się dom. Zaś Imam ibn Hanbal stwierdził, że strony umowy mogą się umówić na dowolny okres, a nawet nie muszą go precyzować, chociaż jest to pożądane, gdyż zapobiega konfliktom oraz *gharar* [Kamali, 1997].

Pozostaje kwestia czy za *khiyar al-shart* należy płacić. Wydaje się to oczywiste. Sprzedawca opcji powinien otrzymywać wynagrodzenie, gdyż istnieje ryzyko że nabywca rozmyśli się i zrezygnuje z transakcji, a w takiej sytuacji sprzedawca narażony jest na straty. Im dłuższy jest okres *khiyar al-shart*, tym premia powinna być wyższa. Jednakże należy zaznaczyć, że tak jak i w przypadku transakcji *al-arbun*, w kontrakcie *khiyar al-shart* premia stanowi część ostatecznie płaconej ceny.

Jako przykład zastosowania *khiyar al-shart* można podać zabezpieczenie się przez bank, podpisujący z klientem kontrakt *murabaha*. *Murabaha* polega na tym, że bank nabywa najpierw towar, który chce posiadać nabywca a następnie sprzedaje go klientowi po cenie powiększonej o marżę. Klient nie musi płacić bankowi za nabyty towar natychmiast, ale może to zrobić w terminie późniejszym [Sobol, 2011]. Zabezpieczeniem dla banku ryzyka, że klient nie wywiąże się z transakcji i nie kupi towaru jest zawarcie opcji *khiyar al-shart* z podmiotem, który sprzedaje aktywo bankowi. Jeśli klient kupi towar, tak jak przewidywał kontrakt *murabaha*, opcja wygaśnie. Jednakże jeśli nie wywiąże się ze zobowiązania (np. gdy ceny na rynku spadną), bank będzie miał możliwość zrealizować opcję, czyli wycofać się z zakupu towaru. W ten sposób ryzyko jest przeniesione na pierwotnego dostawcę [Obaidullah, 1998]. Należy dodać, że *khiyar al-shart* może służyć jako zabezpieczenie również na rynkach finansowym, np. na rynku akcji.

Podsumowując tę część artykułu, warto nadmienić, że czynione są próby tworzenia całkiem nowych instrumentów pochodnych, które posiadałyby zalety tradycyjnych derywatów, a jednocześnie byłyby zgodne z zasadami szariatu. Między innymi pod koniec lat 90. XX wieku w Pakistanie wprowadzono do obrotu kombinację opcji oraz transakcji *murabaha*, o nazwie *istijrar*.

## PODSUMOWANIE

Na islamskim rynku finansowym opcje, tak jak i inne 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, którego w posiadaniu się nie jest. Niemniej jednak transakcje opcyjne są ważnym 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 opcje tradycyjnych islamskich instrumentów finansowych. Np. swego rodzaju opcjami są transakcje *al-arbun* czy też *al-khijar*. Pojawiają się także próby tworzenia nowych produktów finansowych, stanowiących islamską alternatywę dla tradycyjnych opcji. Jednak chociaż takie instrumenty powstają, często bardzo szybko znikają z rynku, głównie z powodu niskiego wolumenu obrotów oraz braku płynności.

Do wzrostu popularności opcji islamskich mogłoby przyczynić się kilka czynników. Po pierwsze, niezbędne jest stworzenie jednolitych reguł i praktyk rynkowych. Nad tworzeniem regulacji dotyczących derywatów pracują między innymi 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 prawa islamskiego w Dżudda [Jobst i Sole, 2012].

Po drugie, istotnym czynnikiem rozwoju instrumentów pochodnych, w tym opcji jest również rozwój rynków bazowych. Rozwój pochodnych na rynkach o niskim stopniu płynności i przejrzystości jest mało prawdopodobny.

Po trzecie, istotne są także kwestie edukacyjne. W krajach islamskich, wiedza na temat derywatów jest niewielka. Ponadto wśród menedżerów panuje opinia, że pochodne są instrumentami bardzo ryzykownymi i służą wyłącznie celom spekulacyjnym. Zatem warto ich przekonać, że niekoniecznie musi być to prawda i derywaty, w tym opcje mogłyby im pomóc skutecznie zarządzać równymi rodzajami ryzyka. Istotne jest też, aby przekonać potencjalnych klientów o zgodności handlu opcjami z szariatem, a to nie jest łatwe wobec braku wspólnego stanowiska wśród uczonych islamskich na temat dopuszczalności ich stosowania.

Ważne jest, żeby islamskie instytucje finansowe nie podążyły śladem instytucji działających w świecie zachodu i nie tworzyły zbyt skomplikowanych instrumentów pochodnych, które nie tylko bardzo trudno jest wycenić, ale i zrozumieć. Jak już wspomniano w niniejszym artykule, to dzięki braku 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.

#### BIBLIOGRAFIA

- Abdul-Rahman, Y., 2010. *The Art of Islamic Banking and Finance. Tools and Techniques for Community-Based Banking*. Hoboken: John Wiley and Sons.
- Azhar, R., 2010. *Economics of an Islamic Economy*. Leiden: Brill.

- Bacha, O. I., 2012. Derivative Instruments and Islamic Finance. Some Thoughts for a Re-consideration. W: M. G. Hussain, red. *Islamic Banking and Finance. Status and Issues*. New Dehli: Deep & Deep Publications.
- Bielawski, J., 1980. *Islam*. Warszawa: Krajowa Agencja Wydawnicza.
- El-Gamal, M. A., 2006. *Islamic Finance. Law, Economics and Practice*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hassan, M. K., Lewis, M. K. red., 2007. *Handbook of Islamic Banking*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Helliar, C., Alsahlawi, A., 2011. Islamic derivatives. *Journal of Corporate Treasury Management*, vol. 4, no. 2.
- Jobst, A. A., Sole, J., 2012. Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory. IMF Working Paper, March.
- Kamali, M. H., 1997. Islamic Commercial Law: an Analysis of Options. *The American Journal of Islamic Social Sciences*, vol. 14, no. 3.
- Kamali, M. H., 1999. The Permissibility and Potential of Developing Islamic Derivatives as Financial Instruments. *Journal of Economics and Management*, vol. 7, no. 2.
- Khorshid, A., 2009. Understanding Derivatives within Islamic Finance. W: A. Khorshid, red. *Euromoney Encyclopedia of Islamic Finance*. London: Euromoney Institutional Investor.
- Koran, 1980. tłum J. Bielawski. Warszawa: Państwowy Instytut Wydawniczy.
- Obaidullah, M., 1998. Financial Engineering with Islamic Options. *Islamic Economic Studies*, vol. 6, no. 1.
- Scarabel, A., 2004. *Islam*. Kraków: Wydawnictwo WAM.
- Sobol, I. 2011. Analiza technik finansowania stosowanych w bankowości islamskiej. [w:] J. Schroeder, red. *Przedsiębiorstwo na rynku międzynarodowym*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Sobol, I. 2009. Forwards and Options on Polish Foreign Exchange Market, Zilina: Transcom. University of Zilina.
- Tarczyński, W., Zwolankowski, M., 1999. *Inżynieria finansowa*. Warszawa: PLACET.
- UK Islamic Finance Secretariat, 2012. *Islamic Finance*. March.
- What Shariah Experts Say? Futures, Options and Swaps, 1999. *International Journal of Islamic Financial Services*, vol. 1, no. 1.

*Iwona Sobol*

#### **ANALYSIS OF POSSIBILITIES OF ENTERING INTO OPTION TRANSACTIONS IN ISLAMIC FINANCIAL MARKET**

The aim of this paper is the analysis of options in the context of Islamic finance. Traditional options 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 the obligation to avoid risk. However, given that they are an important tool in risk management, there is ongoing debate among Muslim economists about the possibility to substitute them with traditional Islamic financial instruments, i.e. contracts *al-arbun* and *khiyar al-shart*.