

**Paweł Raja**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## ROZWÓJ RYNKÓW KAPITAŁOWYCH W PAŃSTWACH MUZUŁMAŃSKICH. STRATEGIE, BEZPIECZEŃSTWO I ŁAD KORPORACYJNY

---

**Streszczenie:** Artykuł ma na celu określenie zakresu i natury polityki regulacyjnej oraz strategii ładu korporacyjnego w nawiązaniu do finansów islamskich. Na potrzeby rozwinięcia rynków kapitałowych państw muzułmańskich wysuwa się niekiedy ideę przeniesienia zarówno doświadczenia, jak i struktury rynków rozwiniętych i zaimplementowania ich w świecie islamu. Jednak sukces rynku zawiera w sobie często nieformalne aspekty uwarunkowane kulturowo, których nie da się powielić.

**Słowa kluczowe:** finanse islamskie, bankowość islamska, ład korporacyjny, globalizacja, polityki regulacyjna.

### 1. Wstęp

Artykuł ma na celu określenie zakresu i natury polityki regulacyjnej oraz strategii ładu korporacyjnego w nawiązaniu do finansów islamskich. Autor w skrócie pragnie scharakteryzować i nakreślić możliwe odpowiedzi na następujące pytania:

- Czy sukces finansów islamskich jest adekwatny do poziomu stosowanej polityki regulacyjnej i ładu korporacyjnego?
- Czy polityka i strategie stosowane na rynkach zagranicznych mogą być zastosowane w świecie finansów islamskich?
- W jakim stopniu eksport takich strategii może stanowić zakłócenie „równowagi”?

Podsumowując, autor próbuje określić możliwe reformy i strategie, które mogą zachęcić międzynarodowych inwestorów do udziału na rynkach kapitałowych państw muzułmańskich.

Wysoko rozwinięta, zintegrowana i homogeniczna islamska giełda papierów wartościowych może być podstawą regionalnego centrum finansów islamskich. Dopiero taki rynek, pośród innych, będzie w stanie konkurować z międzynarodowymi ośrodkami, jeśli chodzi o zachęcanie i przyciąganie potencjalnych inwestorów. Potrzebna do tego jest prawidłowa i ustabilizowana konstrukcja, której budowa zaczyna się na poziomie rządu. Obecnie wciąż widoczny jest brak zintegrowanego rynku,

a zaledwie kilka państw muzułmańskich uczestniczy w globalnym przepływie kapitału, który zamiast wspomagać regionalną integrację, wspiera inwestycje na rozwiniętych rynkach.

Historia finansów islamskich ukazuje, jak w krótkim okresie zyskać popularność na większości znaczących rynków finansowych na świecie. Z drugiej strony, rozwój islamu oraz świadomości społeczeństwa na tematy związane z ekonomią i możliwością inwestycji może zapewnić tożsamość na poziomie globalnym. Możliwości przewyższania kryzysów finansowych oraz potencjał sugerują, że obecny poziom islamskich przepływów kapitałowych jest w początkowej fazie. Pytania pojawiają się odnośnie do roli rządu. Czy istnieje jurysdykcja dla islamskich finansów? Jeśli tak, jak może ona zachęcić do udziału w międzynarodowym handlu i uczynić je w pełni globalnymi? Jeśli jurysdykcja państw muzułmańskich nie jest w stanie zapewnić międzynarodowych inwestycji, czy są perspektywy dla przepływu kapitału z państw muzułmańskich w kierunku bardziej ustabilizowanych rynków, w celu zachowania jego międzynarodowego charakteru?

Na potrzeby rozwinięcia rynków kapitałowych państw muzułmańskich wysuwa się niekiedy ideę przeniesienia zarówno doświadczenia, jak i struktury rynków rozwiniętych i zaimplementowania ich w świecie islamu. Jednakże sukces rynku zawiera w sobie często nieformalne aspekty uwarunkowane kulturowo, których nie da się powielić.

## 2. Perspektywy dla islamskich rynków kapitałowych

W przeciwieństwie do produktów rynku kapitałowego oraz rynku ubezpieczeń (*takaful*), główny nurt finansów islamskich koncentruje się na bankowości, która wciąż stanowi fenomen, a w niektórych państwach GCC odgrywa dominującą rolę. Trudno dostrzec krytykę takiego stanu rzeczy. Przeciwnie, warto podkreślić, że finanse islamskie powoli rozwijają się poza regionem, a także postawić następujące pytania:

- Czy efektywność podaży i popytu na usługi finansowe w krajach muzułmańskich będzie na podobnym poziomie jak w krajach zachodnich?
- Czy sukces finansów islamskich nie jest wspomagany przez rząd?
- W jakim stopniu przyjęta struktura oraz kontrola rządu wpływa na rozwój finansów?
- Jaką przyjmując postawę marketingową i jakich argumentów użyć, by przedstawić pozytywne strony inwestycji w krajach muzułmańskich?

## 3. Implementacja ładu korporacyjnego

W ciągu minionych 40 lat finanse islamskie skutecznie wypełniły niszę, która powstała wraz ze wzmożoną akumulacją kapitału wynikającą w głównej mierze ze sprzedaży ropy. Finanse islamskie wypełniły lukę, gdyż były w stanie pogodzić finansowe i w pewien sposób duchowe potrzeby rosnącej liczby muzułmanów. Naj-

większą koncentrację tego wzrostu można dostrzec w rejonie Bliskiego Wschodu i na Półwyspie Arabskim.

Nadmierna płynność była do tej pory głównym czynnikiem sukcesu finansów islamskich (IF) na Bliskim Wschodzie. Zaowocowała ona pewnością inwestorów, a więc i wzmożonym zainteresowaniem możliwościami zysku. Wpłynęła także na względną stabilność finansową na rynkach wschodzących, gdzie sytuacja polityczna jest zmienna.

Institucje w świecie finansów islamskich (IFIs) pozostają świadome ekonomicznego boomu i związanego z nim cyklu, którego PKB historycznie uzależnione jest od sprzedaży i zysków z ropy. Płynność nie może pozostać jednoznacznym wyznacznikiem i podstawą rozwoju. IF zaczyna dostrzegać ten problem i próbuje równoważyć zyski. Długoterminowy i zrównoważony rozwój IF oparty jest przede wszystkim na zaufaniu i pewności do instytucji publicznych. Jednym z celów tego rozwoju jest unikanie ryzyka poprzez ustanowienie i implementację konkretnej struktury, która wymusza przejrzystość, odpowiedzialność i wykonalność.

### 3.1. Niedopasowanie roli ładu korporacyjnego

Ład korporacyjny to system, w którym firmy są prowadzone i kontrolowane, by zapewnić, podtrzymywać i podnosić zyski akcjonariuszom i wspólnikom<sup>1</sup>. Konwencjonalne standardy ładu dążą do odróżnienia własności i zarządzania, poprzez zabezpieczenie podejmowanych przez zarząd decyzji. W świecie IF fundamentem dla wszelkiego rozwoju jest nauka Koranu, Sunny oraz ich interpretacja przez radę Shari'a. Akcentuje ona potrzebę uczciwości, przejrzystości, odpowiedzialności i etyki. Utrzymywane standardy mogą być powiązane z podstawowymi nakazami Shari'a w stosunku do IF.



**Rys. 1.** Główne atrybuty ładu korporacyjnego w świecie finansów islamskich

Źródło: M. Stanley, *Implementing Corporate Governance for Islamic Finance*, Ernst & Young Middle East and IFSG, Ernst & Young, stan na 21.03.2011.

<sup>1</sup> OECD.

Ład korporacyjny w IF nabiera dodatkowego wymiaru. Charakteryzuje się on przykładaniem równej wagi do „innych” udziałowców. W IF istnieją dwa typy właścicieli: akcjonariusze (tak jak w przypadku konwencjonalnych instytucji) oraz posiadacze rachunków inwestycyjnych czy depozytorzy. Związek między posiadaczem konta inwestycyjnego oraz IF jest często porównywany do zbiorowych funduszy inwestycyjnych, którego uczestnicy w pewien sposób przekazują pieniądze zarządzającemu menedżerowi (IF), by zarządzał ich inwestycjami. Jest to wynikiem umowy *mudaraba*, która oparta jest na związku pomiędzy posiadaczem rachunku inwestycyjnego a IF. Określa ona posiadacza kapitału (*rab-al-maal*) i agencję (*mudarib*). Depozytorzy dzielą ryzyko oraz zysk i dlatego są quasi-partnerem dla banku, chociaż zasady są z góry określone (RIA – ograniczony rachunek inwestycyjny). W rezultacie posiadacze rachunków są w równym stopniu jak udziałowcy narażeni na straty. By zapobiec takim sytuacjom w IF, w niektórych państwach muzułmańskich sądownictwo i władza zaadaptowały proces wygładzania zwrotów do RIA poprzez wykorzystanie mechanizmu moderującego fluktuację stopy zwrotu (tzw. PER)<sup>2</sup>. Dzięki PER stopa zwrotu w bankach islamskich pozostaje konkurencyjna, lecz stabilna. W okresie niskich zwrotów IBI (IBIs – Islamic Banking Institutions) może wykorzystać PER, by poprawić i ustabilizować stopę zwrotu. Głównym celem jest ochrona zysków depozytorów i inwestorów, która jest jednak często kwestionowana ze względu na niewystarczającą przejrzystość podejmowanych działań.

### 3.2. Kreowanie ładu korporacyjnego na potrzeby finansów islamskich

IFSB<sup>3</sup> oraz AAOIFI<sup>4</sup> przedstawiły zasady dotyczące ładu korporacyjnego dla instytucji świata finansów islamskich. Stanowią one wskazówki w kreowaniu i tworzeniu warunków sprzyjających inwestycjom. Dotyczą możliwości stanowienia prawa (przez radę szariatu), zwracają uwagę na posiadaczy rachunków inwestycyjnych.

- Przestrzeganie zaleceń Shari’a:
  - obie wymienione organizacje podkreślają potrzebę funkcjonowania rady Shari’a oraz jej zwierzchnictwo nad podejmowanymi działaniami;
  - według AAOIFI każda instytucja finansowa powinna posiadać osobną radę, która będzie wybierana przez zarząd, zatwierdzana przez udziałowców składających się z co najmniej trzech wyspecjalizowanych od strony komercyjnej prawników (*fiqh almua’alat*);
  - rada (IFSB) wspólnie kieruje, nadzoruje i dostarcza rozwiązań (*fatawa*), jak postępować w konkretnych przypadkach.
- Posiadacze rachunków inwestycyjnych:

---

<sup>2</sup> Islamic Bankers: Resource Centre, <http://islamicbankers.wordpress.com/focus/profit-equalisation-reserve-per/>, marzec 2011.

<sup>3</sup> IFSB – Islamic Financial Services Board.

<sup>4</sup> AAOIFI – Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

- traktowani są jak udziałowcy i poprzez to IFSB dąży do utworzenia oddzielnej komisji, która implementować będzie zasady ładu korporacyjnego, co w dalszej kolejności ma chronić te jednostki;
- trójstronny układ komisji (dwóch niezależnych dyrektorów oraz specjalista z dziedziny prawa islamu).

Utrzymywanie zadowolenia i pewności z inwestycji jest w świetle zaleceń Shari'a najistotniejsze. W porównaniu z powszechnie przyjętą formą finansów ta własność stanowi podstawowe rozróżnienie. Rada Shari'a stała się nierozłącznym aspektem struktury organizacyjnej oraz ładu. Dostrzec można jednak niedobór odpowiednich zasobów ludzkich; popyt na specjalistów przerasta podaż, co wpływa na jakość podejmowanych decyzji i ogólną niewystarczającą standaryzację zaleceń.

#### **4. Próby wykorzystania standardów zachodnich w świecie finansów islamskich**

Gospodarki państw zachodnich w ciągu ostatnich 30 lat przestawiły się z przemysłu na usługi. Na przykład sektor usług w USA stanowi ok. 80% całej gospodarki. Jeśli odniesiemy to do światopoglądu reprezentowanego przez świat islamu, możemy stwierdzić, że uczestnicy życia gospodarczego dokonują często działań na wirtualnych rynkach, oderwanych od rzeczywistości (można to zauważyć na przykładzie opcji i kontraktów futures, które w islamie są zakazane). Sektor finansowy powinien stanowić odzwierciedlenie gospodarki i zmian, które w niej zachodzą.

##### **4.1. Ekonomia i finanse a ekonomia islamu**

Islam w żaden sposób nie dezawuuje zachodniego systemu finansów. Posiada on pewne wspólne cechy, takie jak zachęcanie ludzi do pracy, produktywność i zarabianie. Islam promuje świadomość życia po śmierci (czego widocznym efektem jest rozwój rynku *takaful* – ubezpieczeń islamskich), czym jednocześnie przestrzega przed nadmierną chciwością oraz nadmiernym przywiązaniem do pieniądza.

Ekonomia islamu oraz cały system finansów oparte są na zbiorze wartości, idei czy pożądanых cech, takich jak uczciwość, wiarygodność, transparentność, współpraca i solidarność. Są to fundamentalne wartości, gdyż zapewniają stabilność i bezpieczeństwo wszystkim biorącym aktywny udział w życiu gospodarczym.

Religia islamu ma całkowicie odmienne nastawienie do gospodarki, które skutkuje równie odmiennym społeczeństwem. Głównym dążeniem systemu finansów islamskich jest zabezpieczenie wszelkich podstawowych potrzeb każdej jednostki z osobna, a także umożliwienie jej zadbania o własny dobrobyt. Z tej perspektywy islam zwraca się ku jednostce, a nie całemu społeczeństwu jako ogółowi. Z tego powodu polityka gospodarcza przejmuje w całości funkcję redystrybucyjną, która może być spełniona poprzez kierowanie się zasadami proponowanymi przez islam (radę Shari'a).

Podczas gdy oba systemy akceptują pieniądz jako nośnik wartości i środek wymiany, rynek oparty na zachodnich standardach pozwala na wykorzystanie pieniądza jako towaru, którym można handlować. Na finansowych rynkach islamu pie-

niądź nie może zostać w ten sposób wykorzystany, gdyż jest on ściśle powiązany z wartością konkretnego dobra. Z tego punktu widzenia główną konsekwencją kreacji pieniądza i jego podwójnego wykorzystania jest umożliwienie bankom oraz innym instytucjom finansowym generowania pieniądza bez pokrycia, co w dalszej konsekwencji negatywnie wpływa na relacje biednych do bogatych<sup>5</sup>.

#### 4.2. Kryzysy finansowe a bankowość islamska

Sugeruje się, że kryzys finansowy, którego skutki są wciąż odczuwane, nie zaistniałby, gdyby stosowano zalecenia rady Shari'a. Dla przykładu podaje się kwestię dzielenia ryzyka. Jeśli banki komercyjne byłyby zobowiązane do dzielenia zysków i strat swoich klientów, czy to na rynku nieruchomości, czy giełdzie, byłyby skłonne do bardziej ostrożnych inwestycji i surowszej ewaluacji zaproponowanych projektów. System bankowy oparty na zasadach islamu zabroniłby zarówno wypłacania, jak i pobierania odsetek, a także sztucznego kreowania pieniądza. W praktyce banki pożyczają więcej, niż mają na ten czas zabezpieczenia w depozytach.

W ekonomii islamu banki funkcjonują jako firmy typu *venture capital*, gromadząc środki finansowe, inwestując je, a następnie dokonują dystrybucji zysków pomiędzy depozytorów. Banki te postrzegane są jako równoprawni partnerzy biznesowi, którzy potrzebują środków na tworzenie biznesu i stawanie się właścicielami „pomysłów” (co można zauważyć na przykładzie najbardziej popularnych produktów finansowych).

### 5. Strategie i regulacje prawne wpływające na promocję rynku finansów islamskich

Gospodarka każdego państwa muzułmańskiego rozwija się w warunkach globalizacji, w których zarówno rynek, jak i technologiczne oraz prawne otoczenie jest często i gwałtownie zmieniane. O ile w przypadku technologii i rynku zmiany następują dzięki zwiększonym wydatkom na inwestycje, o tyle o kierunku rozwoju w ostateczności przesądza struktura prawna.

1. Bankowość islamska jako bankowość uniwersalna.

- Powierzchnowy obraz bilansu każdego banku islamskiego wskazuje na brak wyraźnego rozróżnienia między podejmowanymi aktywnościami. W standardowej wersji portfela banki islamskie utrzymują aktywa niefinansowe; w przypadku banków zachodnich jest to oddzielone. Natura tego zjawiska może utrudniać ocenę i tempo rozwoju w przeszłości.

2. Poziomy jurysdykcji.

- W odpowiedzi na rozwój rynków finansowych na szczeblu państwowym wprowadza się wielostrukturalną jurysdykcję oraz organy regulacyjne, które współpracują z Finansowym Organem Nadzoru Usług w Wielkiej Brytanii<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> A. Hassan, *The Global Financial Crisis and Islamic Banking*, The Islamic Foundation, UK, stan na 20.03.2011.

<sup>6</sup> FSA – Financial Services Authority.

### 3. Poziom międzynarodowy.

- Wspólny Komitet ds. Konglomeratów Finansowych<sup>7</sup> dokonuje prób koordynowania usług finansowych, tj. zarządzania na płaszczyźnie globalnej w oparciu na regulacjach ustalonych przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego<sup>8</sup>, Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych<sup>9</sup> oraz Międzynarodowe Stowarzyszenie Nadzorów Ubezpieczeniowych<sup>10</sup>.

### 4. Basel II.

- Zachęcanie do lepszego zarządzania ryzykiem poprzez utworzenie zbioru najlepszych praktyk rynkowych w zakresie zarządzania ryzykiem finansowym w sektorze bankowym oraz utrzymywania bezpiecznego poziomu kapitałów przez bank. Wprowadzany na rynki finansowe krajów muzułmańskich jest stopniowo adaptowany do nowych warunków i odmiennych regulacji prawnych.

Należy podkreślić dwie istotne kwestie w odniesieniu do systemu regulacji. Niektóre aktywności dokonywane przez banki islamskie nie są aktywnościami bankowymi w ścisłym tego słowa znaczeniu. W tym wypadku banki podlegają jednocześnie różnym nadzorom. Po drugie, banki islamskie stoją w obliczu wyzwania, w jaki sposób dokonać adaptacji do nowych regulacji, które mogą pozytywnie wpłynąć na efektywność instytucji finansowych. Organy regulacyjne promują rozwój rynków, chroniąc jego uczestników, stwarzają dla nich równe szanse poprzez implikowanie dobrych praktyk, a także zabezpieczają instytucje finansowe. Ze względu na relatywną niedojrzałość i specyficzną naturę zobowiązań i aktywów banki islamskie potrzebują zarówno wiarygodnej, jak i wspomagającej kontroli. Taka kontrola wymaga wzmocnienia na wielu płaszczyznach. Najważniejsze z nich to m.in.:

- przejrzystość i łatwy dostęp do informacji;
- zarządzanie ryzykiem;
- ład korporacyjny;
- wewnętrzny system kontroli.

## 6. Podsumowanie

Obecna struktura finansów islamskich musi sprostać wyzwaniom zmieniających się układów sił w gospodarce. Zmiany te są przede wszystkim wynikiem:

- procesu globalizacji;
- rozwoju technologicznego oraz informatyzacji gospodarki na rynku usług i finansów;
- nacisku na zarządzanie ryzykiem oraz wielopłaszczyznowej i niezależnej regulacji;
- gwałtownego wzrostu zapotrzebowania na usługi finansowe oraz pojawiające się możliwości inwestycji na rynkach międzynarodowych.

<sup>7</sup> JFFC – Joint Forum on Financial Conglomerates.

<sup>8</sup> BCBs – Basel Committee for Banking Supervision.

<sup>9</sup> IOSCO – International Organization of Securities Commissions.

<sup>10</sup> IAIS – International Association of Insurance Supervisors.

Na podstawie powyższych czynników można za IFSI określić wizję i misję, której średniookresowe wyniki zależą w głównej mierze od skutecznej implementacji podstawowych celów; są nimi:

- Rozwój i zwiększanie efektywności instytucji finansowych w celu maksymalizacji dostępu do zróżnicowanego i konkurencyjnego rynku islamskich usług finansowych.
- Rozwój produktów finansowych.
- Zwiększenie wydatków na poprawę infrastruktury finansowej.
- Standaryzacja prawa finansowego.

## Literatura

- Akhtar S., *Islamic finance: sustainability and challenges*, [w:] *Islamic Finance: Global Trends and Challenges*, eds. Z. Akhtar Aziz, S. Akhtar, The National Bureau of Asian Research, Waszyngton, USA, marzec 2008.
- Barazy M., *The Trend from Islamic Finance Capital Flows, Sukus Instruments New Asset Class for Investors and a Competitive Form of Finance*, Data and Investment Consult Lebanon, presented to: The Annual Arab Banking Conference for 2010, Bejrut, Liban, 25.10.2010.
- Islamic Research & Training Institute of Islamic Development Bank oraz Islamic Financial Services Board, *Islamic Financial Services Industry Development, Ten Year Framework*, Islamic Research & Training Institute, Jeddah, 2007, material dostępny pod adresem: [http://www.ifsb.org/docs/10\\_yr\\_framework.pdf](http://www.ifsb.org/docs/10_yr_framework.pdf).
- Khan A., Bashar M.R., *The Impact of Globalization on Islamic Countries: A Brief Assessment*, U21Global Working Paper, Singapur, grudzień 2010.
- Stanley M., *Implementing Corporate Governance for Islamic Finance*, Ernst & Young Middle East and IFSG, Ernst & Young, stan na 21.03.2011.
- Wilson R., *Bridging Islamic Capital Markets around the World*, Financial Regulators Forum in Islamic Finance, Kuala Lumpur, 29.03.20107.
- Al-Yousef Y.K., *Speculative Capital: An Islamic View*, Department of Economics, College of Business and Economics, ZEA, 2005, material dostępny pod adresem: <http://www.docstoc.com/docs/19608679/YOUSIF-KHALIFA-AL-YOUSIF-cv>.

## DEVELOPMENT OF CAPITAL MARKETS IN MUSLIM COUNTRIES. STRATEGIES, SECURITY AND CORPORATE GOVERNANCE

**Summary:** The main objective of the article is to define the scope and the framework of regulation policy as well as the strategies of corporate governance regarding Islamic finance. While modern western scholars claim to transfer both the technology and the experience of western financial institutions on the Muslim market, the author searches for the common values and tries to evaluate the potential risk of such collaboration.

**Keywords:** Islamic finance, Islamic banking, corporate governance, globalization, regulation policy.