

DERIVATÍV-ÜGYLETEK AZ ISZLÁM BANKRENDSZERBEN

Derivatives in Islamic Bank System

Az iszlám terjedésével egyre nagyobb hangsúlyt kapnak az iszlám bankrendszer sajátosságai az európai pénzügyi szektor számára is. Népszerű tévhit az iszlám bankrendszerrel kapcsolatban, hogy a konvencionális bankrendszerben használt derivatív ügyletek nem jutnak szerephez benne. Ennek a cáfolására mutatjuk be, miként jelennek meg a derivatív ügyletek az iszlám bankrendszerben. Tanulmányunkban elsősorban az opciókra és a swap ügyletekre koncentrálunk. A tanulmány során arra is kitérünk, hogy az iszlám bankrendszerben ezek a megoldások milyen gyakorlati formában jelennek meg a pénzügyi közvetítő rendszerben.

The importance of Islamic banking structure in the European financial sector is growing year by year with the spread of Islam. About the Islamic banking system there are several popular biases, the most significant is that this system forbid all kind of derivative structures and this block gave the higher stability of the system. The aim of this paper to show how the derivatives appear in this banking system. The main derivative structures what we will describe are the options and swaps. The paper will show how these instruments appear in practice in the financial intermediary system as well.

I. AZ ISZLÁM BANKRENDSZER JELENTŐSÉGE ÉS ALAPVETŐ JELLEMVONÁSAI

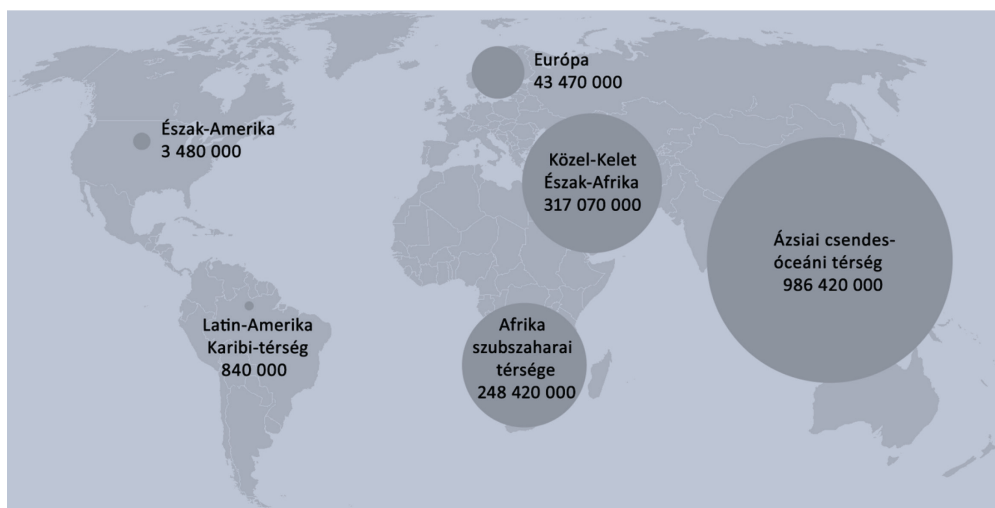
Az iszlám bankrendszer jelentősége egyre nagyobb. E megállapítást az IMF évi jelentése fogalmazta meg. Az iszlám bankrendszer kutatása iránt szkeptikusan viselkedőket a témakör fontosságáról már az is véleményük átgondolására készítheti, hogy az IMF foglalkozik e területtel. "Az iszlám banki tevékenység (IB) továbbra is gyorsan növekszik, méretük és összetettségük miatt, ami kihívást jelent a felügyeleti hatóságok és a központi bankok számára." [IMF, 2017:1]

Az iszlám bankrendszer jelentőségét mutatja, hogy a Zawaya Islamic Finance Development Indicator alapján 2016-ban a világ összes iszlám banki eszközének mérete USA dollárban kifejezve 1 451 087 millió dollár értéket képviselt. Jelenleg összesen 288 iszlám bank és 192 iszlám ablak működik világszerte. Ezeknek

¹ DOI:10.14267/RETP2021.04.12

összesített átlagos eszközarányos nyereség mutatója 1,44%, míg sajáttőke arányos nyereségük 10,54%. A banki szervezeteken kívül megjelentek más iszlám pénzügyi szereplők is, melyeknek világviszonylatban vett száma 527 és az általuk birtokolt pénzügyi eszközök USA dollárban kifejezett összértéke 106 350 millió dollár. Ezeknek az intézményeknek a bankoknál magasabb, 4,26%-os az eszközarányos nyeresége, míg sajáttőke arányos nyereségük 9,62%.

E bankrendszer jelentősége kettős pilléren nyugszik. Egyrészt az iszlám a XX. század egyik legdinamikusabban növekvő világvallása. Míg 2009-ben az iszlám vallásúak aránya 23%-os volt, ami 1,6 milliárd főt jelentett [PEW, 2009], addig a PEW Research Center [2017] becslése szerint 2050-re a Föld lakosságának közel 30%-a iszlám hitű lesz, ezzel az iszlám a legelterjedtebb vallássá válik. Ez a rohamos növekedés alapvetően nem a közel-keleti arab világban következett be, hanem döntően a délkelet-ázsiai térségben (1. ábra). Az iszlám bankrendszer jelentőségének a gyors növekedés mellett másik eleme, hogy az elmúlt évek válságában az iszlám bankrendszer esetében stabil működés volt megfigyelhető. Az iszlám bankrendszer növekedése lehetőségeket kínál, emellett fontos a pénzügyi stabilitás és szabályozási következményekkel rendelkezik [IMF, 2017:7]. Végül a konvencionális és az iszlám bankrendszer közötti különbségek ismeretének fontosságát számunkra az Európában jelen levő jelentős iszlám vallású népesség adja.



Forrás: Pew Research Centre 2017

1. ábra: Muszlimok eloszlása a világban 2010-ben

Az iszlám bank kategóriája 1970 óta létezik. Nyugat-Európában jellemzően a konvencionális bankok részlegeiként vagy iszlám fiókként működnek [Jawadi et

al., 2017; Ligeti, 2007]. Fontos tudnunk, hogy az arab bankok és az iszlám bankok köre nem azonos. Ez is eredményezi, hogy az egyes iszlám banki típusok között eltéréseket tapasztalhatunk. Például a maláj iszlám bankok a szunnita iszlám shafi iskolája alapján működik, ami nagyon rugalmasnak számít és az adósságok átruházását is engedélyezi. Míg a szaúd-arábiai iszlám bankok a szigorú wahhabita irányzatát követik és sok olyan elemet tiltanak, ami Malajziában megengedett.

Az iszlám gazdasághoz fűződő viszonya kettős természetű. Egyrészt az iszlám vallás szerint minden Alláhé - tehát minden vagyon is -, aki szétosztja tulajdonát az ő szolgálói között. Másrészt a muszlim híveknek az iszlám gazdasági önállóságot ír elő. Ez alapján a híveknek munkájukból kell magukat fenntartani és az a hívő, aki munkaképes, de mégis mások tartják el, bűnt követ el. Emellett a munkaképtelenek számára az iszlám úgy biztosítja a megélhetéshez szükséges minimumot, hogy a munkaképesek részére zakátot, vagyis a szegényeknek fizetendő adót ír elő [Balázs, 2008].

Az iszlám jogelvek alapján a pénz csupán eszköz annak érdekében, hogy azzal a dolgok értékét mérjük, de önmagában nincs értéke. Így az iszlám pénzügyi rendszerben tiltott a pénzből pénz csinálása, vagyis a kamatjóváírás. Az iszlám banki körökben csak a „halal”, vagyis tisztességes üzlet elfogadható. Emiatt tapasztalhatunk jelentős különbségeket az iszlám banki termékek és a konvencionális banki termékek között.

Az iszlám bankrendszer működése során néhány egyszerű alapelv betartása kötelező [IMF, 2017]. A legszembetűnőbb különbség az iszlám bankokkal kapcsolatban, hogy a vallási megfelelés érdekében tilos a kamatszedés és -fizetés, vagyis a riba. Azonban a kamatszedés és kamatadás tilalma mellett az iszlám nem tiltja meg, hogy az üzletben a nyereség egy részét a felek egymásnak átengedjék.

Emellett az iszlám bankok számára, ahogy a muszlim hívek számára is tiltott a bármilyen szerepvállalás olyan tevékenységekben, amit a Korán tilosnak ítél. Ilyenek például az alkohol, a pornográfia vagy a szerencsejáték. Emellett ahogy a hívek számára, a bankok részére is tiltott a túlzott kockázatvállalás, vagyis a bármilyen jellegű spekulatív ügylet kötése. „A 'rövidre eladás' tilalma általában korlátozza a pénzügyi instrumentumok spekulatív kereskedelmét, bár ez az elv vonatkozik a reáleszközök tranzakciójára is.” [IMF, 2017:9] Emiatt az iszlám bankok esetében nincsenek konkrétan sztenderdizált ügyletek, hanem minden egyes ügylet egyedi elbírálás alá esik. Ennek különösen a hitelek esetében a nyereség-veszteség megosztási arány tekintetében van jelentősége, hiszen az iszlám bank csak úgy realizálhat nyereséget kihelyezései után, hogy a finanszírozott vállalkozás profitjának egy előre meghatározott hányadát kapja meg. Ez a speciális és szolidáris nyereség-veszteség megosztási gyakorlat (PLS) mutatkozik meg az úgynevezett takaful ügylet és a banki agrárfinanszírozás esetében is [Cseh, 2017]. Valamint a bankoknak a zakát-tevékenységben is részt kell

vennie, vagyis nekik is adakozniuk kell bevételeikből a szegények számára [Falus, 2015; Varga, 2012].

2. A DERIVATÍVÁK SZEREPE AZ ISZLÁM PÉNZÜGYEKBEN

A derivatív ügyletek alkalmazhatósága az utóbbi évtizedben az iszlám pénzügyek egyik legvitatottabb területe. Összegezve: a derivatívák kockázatkezelésre szolgáló instrumentumok, amelyek célja lehet fedezés vagy spekuláció is. Funkciójukból fakadóan olyan belső értékkel rendelkeznek, amelynél fogva önmagukban, az alapterméktől függetlenül is kereskedhetővé válnak [Cattelan, 2012].

A Saría szempontjából a pénzügyi derivatíváknak mind a struktúrájukból, mind a kettős (fedezési és spekulációs) funkciójukból fakadóan olyan alapvető problémák származnak, amelyek révén azok alkalmazhatósága különösen vitássá válik. Cattelan [2012] ezeket a kérdésköröket az alábbi öt pontban foglalta össze:

1. *A kontraktus nem létezik*: kereskedhető kézzelfogható javak (*mal*) hiánya miatt a szerződés nem létező (*batil*), ugyanis a kézzelfogható eszközökre történő állandó hivatkozás a szerződéseket szabályozó iszlám törvények egyik sarokköve.
2. *Nincs tényleges tulajdonjog*: derivatívák segítségével úgy is elérhetünk profitot, hogy tulajdonképpen olyan alaptermékek fiktív átruházása történik meg, amelyek vásárlása vagy eladása a megfelelő fedezeti vagy spekulatív pozíciók kialakítását szolgálta, ugyanakkor nem feltétlenül voltak az eladó tulajdonában.
3. *Nincs leszállítás*: a derivatív tranzakciók során az ellentétes pozíciók névleges, pénzbeli elszámolása történik, és a leszállítás nemcsak, hogy esetleges, de egyenesen nemkívánatos, így a leszállítás biztosságának elve egyértelműen sérül [Usmani, 1996].
4. *A riba (jogtalan gyarapodás), gharar (bizonytalanság) és maysir („szerencsejáték”) tilalma, valamint spekulatív funkció*: a törvényes jogok egyensúlytalan eloszlásának eredménye valószínűleg *riba* [Cattelan, 2009]. Emellett, mivel a jogok végső eloszlása ismeretlen a jelenben, a derivatívákban megjelennek a *gharar* és a *maysir* elemei is, különösen a rövidtávú eladások esetén, amely révén a tranzakció tisztán spekuláció.
5. *A derivatívák kereskedése törvénytelen*: Mufti Usmani szerint a derivatív kontraktus nem kézzelfogható, amit meg lehetne venni vagy el lehetne adni [Usmani, 2000].

Hangsúlyozzuk, hogy ezek nem konszenzuson alapuló állítások, csupán a derivatívákkal kapcsolatos kontra érvek pontokba szedése. Továbbá nem célunk ezen állítások mellett vagy ellen érvelni, viszont fontosak számunkra, mivel

egyértelműen jelzik az alkalmazhatóság problematikusságát az iszlám pénzügyek szempontjából.

Végül azt is fontos megemlíteni, hogy a fenti pontok nem feltétlenül jelentenek örökérvényű, kizáró okot. El-Gamal [1999] amellett, hogy hangsúlyozza, hogy a pénzügyi opció tisztán *gharar*, azt is kifejti, hogy ebből nem következik, hogy örökre érvénytelennek tekintik majd. Példaként hozza a *salam* (előre történő fizetés, későbbi szállítás) [Ligeti, 2011] kontraktust, amely szintén tartalmaz *gharart*, hiszen a vásárlás tárgya még nem létezik a szerződés időpontjában, a gazdasági hatékonyság fokozása érdekében a *Sarí'a* mégis engedélyezte [Al-Amine, 2008:201-221; Iqbal et al., 2012].

3. OPCÍÓK A KONVENCIONÁLIS ÉS AZ ISZLÁM PÉNZÜGYEKBEN

Az opciók rendkívül változatos derivatívák, amelyek a konvencionális pénzügyekben széles körben elterjedtek. A pénzügyi szereplők számára könnyen elérhető és személyre szabható eszközöket jelentenek kitétségeik fedezésére vagy éppen többletkockázat vállalására. Így az iszlám pénzügyi rendszerben, ahol a piaci szereplők hasonló kockázati faktorokkal szembesülnek, mint konvencionális társaik, régóta vitatott kérdés, hogy ezek az eszközök használhatóak-e, és ha igen, akkor milyen feltételekkel.²

3.1. Opciók a konvencionális pénzügyekben

Az opciókon belül két fő típus létezik. A vételi (call) opció révén jogot, de nem kötelezettséget szerezhetünk egy alaptermék megvásárlására egy adott időpontig, egy adott áron. Az eladási (put) opció segítségével pedig az opció birtokosa jogosult, de nem kötelezett az alaptermék eladására egy adott időpontig és adott árfolyamon. Ezen csoportosításon túl a lehívhatóság szerint további kategóriák léteznek. A két legfontosabbat megemlítve, az európai opciókat csak a futamidő végén, lejáratkor lehet lehívni, míg az amerikai opciókat a futamidő alatt bármikor. A szerződésben megjelölt alaptermék lehet részvény, részvényindex, különböző árucikkek, deviza, kamatláb, futures ügylet stb. [Hull, 2012].

Fontos még megjegyeznünk, hogy az előző típusokon kívül léteznek még egzotikus opciók is, amelyek további rugalmasságot biztosítanak az egyéni igényekkel rendelkező befektetők számára: ázsiai opciók, limitáras opciók, bináris opciók, csak hogy néhányat említsünk. Egy további lényeges aspektus pedig, hogy a konvencionális pénzügyekben az opciókkal lehet egyrészt különállóan is

² A határidős ügyletek a konvencionális és az iszlám bankrendszerben betöltött szerepének elemzését publikációnk terjedelmi okok miatt nem tartalmazza. Átfogó szakirodalmi áttekintést ld. Venardos, A. M. (2010): *Current Issues in Islamic Banking and Finance, Resilience and Stability in the Present System*, New Jersey, London, World Scientific, pp. 277-311

kereskedni, másrészt pedig különböző szerződésekre és értékpapírokba beágyazva is találkozhatunk velük. Ilyenre példa a visszahívható és átváltható kötvény, valamint a warrant (opciós utalvány) is [Bodie et al., 2005].

Az opciókkal kétféleképpen kereskedhetünk: tőzsdén, illetve tőzsdén kívüli, úgynevezett OTC (over-the-counter) piacokon. A szabványosított opciós ügyletek országos tőzsdén való kereskedése 1973-ban indult meg, amikor a Chicagói Opciós Tőzsde (CBOE) vételi opciókat kezdett jegyezni. Ezek a termékek szinte azonnal hatalmas sikert arattak, kiszorítva a korábban már létező, tőzsdén kívüli opciós kereskedést. Az OTC piacok ugyanakkor az utóbbi időben, az egyedi igényekhez igazított opciók berobbanásával újraéledtek [Bodie et al., 2005].

Ezek a termékek sokszínűségüknek köszönhetően különösen kedveltek valamennyi befektetőtípus körében. A fedezők (hedgers) kis költséggel fedezhetik szinte bármilyen kitettséget, a spekulánsok (speculators) pedig könnyen és személyre szabhatóan alakíthatnak ki nagy tőkeáttétellel kockázatos pozíciókat.

Mivel az iszlám pénzügyi szereplők, az egyének, a vállalkozások és a bankok is hasonló pénzügyi kockázatokkal néznek szembe, mint konvencionális társaik, ezért hasonló instrumentumokra van szükségük a kockázataik kezelésére [Iqbal et al., 2012]. Így joggal vetődött fel a kérdés, hogy a hagyományos opciók használhatóak-e az iszlám pénzügyekben is.

3.2. Opciók az iszlám pénzügyekben

Az opciók alkalmazhatóságával az iszlám pénzügyekben számos iszlám jogtudós és kutató is foglalkozott az elmúlt évtizedek során. A kérdéskör tárgyalása során kétféle megközelítéssel találkozhatunk. Az egyik során az iszlám pénzügyekben megtalálható opciókat és a konvencionális opciós jogokhoz hasonlító feltételeket tartalmazó analógiákat vették sorra. Utóbbinál vagy az iszlám megoldások alapján érveltek a konvencionális opciók alkalmazhatósága mellett, vagy azt vizsgálták, hogy ezek önmagukban helyettesíthetik-e a konvencionális „társaikat”. A másik gondolatmenet esetén pedig új koncepciókat dolgoztak ki az iszlám pénzügyek keretrendszerén belül az opciós struktúrák másolására.

3.2.1. Analóg megoldások az iszlám pénzügyekben

A következőkben röviden áttekintjük a *Saríá* által megnevezett opciókat, majd részletesen tárgyaljuk azokat az iszlám keretben létező megoldásokat, amelyek relevánsak a konvencionális opciók szempontjából.

A *Saríá*-ban számos olyan opció van, amely az egyik vagy mindkét fél számára biztosítja a választás lehetőségét, hogy megerősítsék vagy érvénytelenítsék a szerződést. Ezek a klasszikus *fiqh* (iszlám jogtudomány) irodalom által tárgyalt lehetőségek az *al-khiyarat* (opciók) [Smolarski et al., 2006] nevezetű bővebb

kategóriába tartoznak. Ilyen például a *khiyar al-ruyah* („megtekintés opciója”), a *khiyar al-ayb* („hiányosságból adódó opció”), a *khiyar al-tayin* („meghatározás opciója”), a *khiyar al-majlis* („elfogadás opciója”) és a *khiyar al-shart* („feltételes opció”; más átírás szerint *khiyar ash-shart*) [Obaidullah, 1998; Iqbal et al., 2012; Cattelan, 2012].

Ezek érdekessége egyrészt, hogy a konvencionális opció koncepciójától eltérő lehetőségeket biztosítanak a feleknek, másrészt pedig az, hogy habár ezek a *Saría*-ban megnevezett opciók, elfogadásuk mégsem egységes a különböző iskolák között [Iqbal et al., 2012]. A fent említettek közül a *khiyar al-shart* emlékeztet a leginkább a hagyományos opciókra, ezért ezt részletesebben is tárgyaljuk, mint potenciális analógiát a konvencionális opciókra az iszlám környezetben.

A *khiyar al-shart* egy szerződésben rögzíthető opció, amely jogot biztosít az egyik, mindkettő vagy akár egy harmadik fél számára, hogy egy megjelölt időtartam alatt megerősítse vagy érvénytelenítse a megállapodást. Így a megjelölt fél tulajdonképpen kap némi időt, hogy újraértékelje a kontraktus előnyeit és költségeit, mielőtt véglegesítenék azt [Obaidullah, 1998].

Habár ezen opció elfogadásáról konszenzus van az iszlám iskolák között (*ijma*), amit a legerősebb érvnek tartanak az alkalmazhatóság mellett, a részleteket illetően már egészen eltérő nézőpontokkal találkozunk. A jogtudósok nem értenek egyet abban, hogy az opciók és egyéb szerződésben rögzíthető feltételek általánosan megengedettek, vagy csupán kivételekként tolerálják azokat. Vannak, akik úgy vélik, hogy ezek csupán kivételek, és csak három napig érvényesek (Hanafi és Shafi'i iskolák), míg vannak, akik semmilyen időkorlátot nem támasztanak velük szemben (Hanbali iskola) [Obaidullah, 1998; Cattelan, 2012].

Kamali [1995] részletesen vizsgálja a *khiyar al-shart*, mint a konvencionális opciók lehetséges megfelelőjének törvényességét a *Saría* szempontjából. Állítása szerint a *sunnah* (szokás, Mohamed próféta kijelentésein, tevékenységén alapuló hagyomány) [Ligeti, 2011] feljogosítja a feleket, hogy bármilyen feltételt kikössenek a szerződésben, ha az megfelel a törvényes szükségleteiknek, és úgy gondolják, hogy az előnyös lehet számukra. Továbbá úgy véli, hogy az a fél, aki az opciót vagy az előjogot biztosítja, a szerződésben rögzített feltételekért cserébe pénzbeli kompenzációt (*daman*) kérhet. A *khiyar al-shart* keretben, a hagyományos opciós kereskedés gyakorlatának megfelelően az ellenértékeknek nem kell gazdát cserélniük a szerződés időpontjában. Így a kompenzációval együtt az opciók látszólag tökéletesen beleillenek a *fiqhi* keretbe [Obaidullah, 1998].

Ugyanakkor Obaidullah [1998] szerint a fenti gondolatmenetben a hozzáadott *daman* komponens megkérdőjelezhető. Ugyanis a jogtudósok nagy többsége szerint egy ígéret vagy kötelezettség nem képezheti egy adásvétel tárgyát. Emellett a klasszikus *Saría* törvények szerint mielőtt a *daman* életbe lép és az egyik fél

kompenzációt követelne, a másíknak először valamilyen tiltott cselekedetet vagy mulasztást kell elkövetnie.

Az előző ellenérvet erősíti, hogy AbuSulayman [1992: 32-33] úgy véli, a konvencionális pénzügyi opció mint szerződés nem kereskedhető az iszlám törvények szerint, mivel „az opció tárgyát egy jog (*haqq*) képezi, és egy jog tisztán és egyszerűen se nem kézzelfogható árucikk, se nem haszonélvezeti jog; így nem lehet egy szerződés megfelelő tárgya”. Emellett, ahogy azt az OIC Fiqh Academy, Decision 65/1/7, Seventh Session elfogadta, „a *fiqh* hagyományos tárgyalása szerint az *al-khiyarat* az adásvételi szerződés egy vonása, a kontraktus egy kapcsolódó vagy hozzátartozó aspektusa, de nem önálló szerződés” [Kamali, 1997: 26]. Végül Cattelan rámutat Kamali érvelésének egy hibájára is, így véleménye szerint ennek az iszlám opciónak kis jelentősége van a törvényes iszlám derivatívák előállításában [Cattelan, 2012].

A *khiyar al-shart*-tal szembeni kritikák ellenére természetesen foglalkoztak a lehetséges alkalmazásaival is, melyet Obaidullah [1998] is tárgyal. A hosszú élettartamú eszközöknél, mint például földterület, épület, gyár és munkagép, az iszlám bankok esetén a *murâbahah* és az *ijara* finanszírozási formák tűnnek a legnépszerűbbeknek.

A *murâbahah* finanszírozás során az iszlám bank az ügyfél specifikációi szerint megvásárol egy eszközt a beszállítótól, majd egy magasabb áron, gyakran késleltetve továbbadja azt az ügyfélnek. A bank számára az ügylet kockázatot hordoz magában, mivel a beszállítótól történő vásárlás után az ügyfél már lehet, hogy nem kívánja megvásárolni az adott eszközt. Könnyen látható, hogy a *khiyar al-shart* keretben a bank kezelheti ezt a kockázatot, amelyet a profitjának egy részével együtt az eredeti beszállítónak ad át [Obaidullah, 1998].

Hasonló a helyzet az *ijara* (lízing) finanszírozás esetén is, ahol az opciós feltételek révén néhány kockázati faktor könnyedén áthárítható a másik félre, vagy megosztható vele. Az *ijara* finanszírozáskor ha a bérleti időszak rövidebb, mint az eszköz gazdasági élettartama, az egyik gyakran felmerülő kockázati faktor az eszköz alternatív felhasználásának vagy az új ügyfélnek a megtalálása. További kockázati tényezőt jelent, hogy az eszköz elavulttá válhat, és aktív másodlagos piac hiányában bizonytalan a maradványérték realizálása. Ez a kockázat megosztható az iszlám bank és a bérlő között, ha opció segítségével egy bizonyos idő után az egyik vagy akár mindkét fél megerősítheti vagy felbonthatja a megállapodást [Obaidullah, 1998].

A hosszú távú banki kapcsolatokban az iszlám bankok az ismétlődő működtetőke igényeket is finanszírozhatják. Ekkor az egyik alternatíva, hogy az ismételt vásárlások ugyanattól a beszállítótól történnek. Az iszlám keretben ennek a finanszírozási mechanizmusnak *bai-istijrar* a neve. A szerződéses árat a megállapodás megkötésekor vagy a finanszírozási periódus elején határozzák meg,

így az iszlám bank árfolyamkockázatnak van kitéve. Obaidullah szerint a *bai-istijrar* esetén megengedett az opciók használata, és segítségükkel kezelhetők az extrém árfolyammozgások [Obaidullah, 1998].

A konvencionális opciókhoz hasonló megoldásként szolgálhat még az *urbun* (vagy más átírás szerint *arbun*) is, ami arabul azt jelenti, hogy a vétel során a vevő előleget fizet. Abban az esetben, ha a vevő eláll a vételtől, az eladó megtarthatja az előleget. Az *urbun* körüli vitáknál az az álláspont alakult ki, hogy akkor felel meg az iszlám jognak, ha a várakozási idő meghatározott és ezt mindkét fél tudomásul vette [Ligeti, 2011].

Ezt alapozza meg a már korábban is említett legtekintélyesebb nemzetközi jogtudományi testület, az OIC Academy [Eighth Session, 1993] döntése, mely szerint hozzájárulnak az *urbun* alkalmazásához, de csak akkor, ha az időtartam rögzített [Cattelan, 2012].

Az Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions [AAOIFI, 2008] Standard 1, Trading in Currencies előírásának megfelelően pedig az opciók nem megengedettek a *Saríá* szerint, viszont helyette engedélyezik az *urbun* használatát [Iqbal et al., 2012].

Habár a későbbiekben már az alkalmazását javasolták, az *urbun* elfogadása korábban közel sem volt egységes, a Hanbali kivételével valamennyi *fiqh* iskola elfogadhatatlannak tartotta. Utóbbi iskolák jogtudósai úgy gondolták, hogy ha az eladó megőrzi az előleget vagy a prémiumot, az mások tulajdonának hűtlen kezeléséhez hasonlatos [Obaidullah, 1998].

Santillana arról számol be, hogy azt, hogy az *urbun* tiltott, a prófétát idézve már Imam Malik, a Maliki iskola alapítója is megírta, és érvénytelennek (*batil*) állapította meg. Ez pedig két okból fakad: a feltétel nem biztos, ezért már önmagában is érvénytelen, valamint, amikor végül nem jön létre az ügylet, akkor ez a vásárló kárára az eladó törvénytelen gazdagodásával jár [Santillana, 1938: 57-8; Cattelan, 2012].

Fontos továbbá megjegyeznünk, hogy két részlet is beárnyékolja az *urbun* opciókkal való analógiáját. Egyrészt az *urbun* esetében az előleg funkcióját tekintve ekvivalens egy nem visszatérítendő letéttel, amelynek célja, hogy büntesse az ügylettől elálló vásárlót és egyúttal védje a vevőt is, ha a vásárlás nem jön létre. Ha a vásárlás megtörténik, akkor pedig az előleg levonásra kerül a végső árból, ami az eladó ígéretét egy ingyenes üzleti ajánlattá változtatja, az előleg pedig nem tölti be az opciós díj szerepét [Cattelan, 2012]. Másrészt bármilyen érvelés az opciók érvényessége mellett az *urbun*-nal való hasonlóság alapján csupán a vételi (call) opció szempontjából releváns, az eladási (put) opció esetén kevésbé lényeges [Obaidullah, 1998].

Az *urbun* alkalmazási lehetőségeit Al-Amine [2008] több területen is szemügyre veszi. Először a devizaopciók szempontjából lényeges esetre tér ki, ahol tiltott a

használata. Ugyanis a devizacserénél ahhoz, hogy törvényes legyen az ügylet, a devizák cseréjére helyben, a megállapodás megkötésekor kell, hogy sor kerüljön. Mivel az *urbun* a deviza átvételének késleltetését eredményezné, az ügylet nem megengedett. Imam Malik *urbun* definíciója alapján Al-Amine [2008] arra a következtetésre jut, hogy az az árucikkekre és szolgáltatásokra vonatkozóan minden további nélkül használható.

Figyelembe véve azt, hogy a részvénykereskedés majdnem minden korabeli muszlim jogtudós által elfogadott, és azt, hogy az *urbun* megengedett minden olyan adásvételnél, amely késleltethető az iszlám törvények szerint, Al-Amine [2008] úgy véli, hogy az a részvénykereskedésnél is alkalmazható.

Ezt követően Al-Amine [2008] a *murâbahah* esetét vizsgálja meg, és kifejti, hogy az *urbun* attól függően megengedett vagy sem, hogy hogyan értelmezzük magát a *murâbahah* ügyletet. Ha úgy tekintünk rá, mint egy árucikk haszonkulccsal történő eladására, akkor egy hagyományos adásvételként kezelhetjük, és az *urbun* alkalmazható. Ugyanakkor ha az iszlám bankok által bevett gyakorlatot vesszük alapul, akkor a bank és az ügyfél közötti megegyezés csupán egy ígéret, és nem egy valós kontraktus, míg a bank és az árucikk valódi tulajdonosa (vagyis a beszállító) közötti megállapodás tényleges szerződésnek számít. Egy ilyen üzlet egy vételre vagy eladásra szóló ígéretet tartalmaz, amely egy elhalasztást von maga után. Ez nem összeegyeztethető az *urbun* használatával, ennél fogva egy ilyen *murâbahah* ügyletnél, ha az ígéretet nem tekintjük kötelező érvényűnek, az *urbun* alkalmazása törvénytelen. Ezzel szemben Al-Amine [2008] úgy véli, hogy ha a bank és az ügyfél közötti ígéretre kötelező erejűként gondolunk, ami az Islamic Fiqh Academy döntése alapján működő iszlám pénzügyi intézmények között az elterjedt gyakorlat, az *urbun* használatát már mérlegelhetjük, tehát nem tekinti eleve törvénytelennek. Végül a gondolatmenetét lezárva arra is felhívja a figyelmet, hogy az Islamic Fiqh Academy a 76/3/d8-as számú végső határozatában nem engedélyezi az *urbun* használatát a *murâbahah* esetében.

Al-Amine [2008] tárgyalásában utolsóként a már korábban említett *salam* ügyletre térünk ki. Ezt részletesen vizsgálva a szerző arra a következtetésre jut, hogy az *urbun* csak akkor megengedett, hogyha a vevő kikötéseként szerepel. Tehát a vevő érvénytelenítheti a megállapodást, és ezért a jogért cserébe a vételtől történő elállás esetén az eladó megtarthatja az előzetesen kifizetett vételár egy részét. Ellenkező esetben, ha az eladó kikötéseként jelenne meg az *urbun* a kontraktus során, az ügylet törvénytelen lenne.

3.2.2. Az opciók helyettesítői az iszlám pénzügyekben

A továbbiakban két olyan témakört tárgyalunk, amelyek során a cél kifejezetten az opciókat helyettesítő alternatívák megkonstruálása. Az első során a Cattelan

[2012] által javasolt *ijara wa-hiba* struktúrát vesszük szemügyre, majd Iqbal et al. [2012] nyomán áttekintünk néhány, a gyakorlatban is használatos megoldást.

Cattelan [2012] úgy gondolja, hogy amellett, hogy a derivatívák megkérdőjelezhetetlenül problémásak a *Saríá* szempontjából, az a nem megfelelő megközelítés, amely a nyugaton elfogadott eszközök másolását célozta meg az iszlám pénzügyekben, valószínűleg csak tovább rontotta a helyzetet a hagyományos muszlim kategóriák kárára.

Ezzel összhangban, vannak, akik megkérdőjelezik azt a tendenciát, amely a társadalmi jólét érdekében az iszlám törvények „liberalizálására” törekszik. Így a jelenlegi próbálkozásokat, amelyek a derivatívák replikálására (másolására) irányulnak az iszlám pénzügyekben, egyfajta „forma a tartalom felett megközelítésként” festették le, és összekapcsolják „a szabályozói környezet arbitrázsának sajátos formájával, amely a legjobban *Saríá* arbitrázsként jellemezhető” [El-Gamal, 2006: 20; Cattelan, 2012].

Cattelan [2012] egy újszerű megközelítést alkalmaz, és a konvencionális opciókra a konvencionális törvényeknek megfelelő termékeként tekint. Szerinte a konvencionális pénzügyi opciók másolásakor nem figyelnek eléggé a konvencionális és az iszlám jog eltérő logikájára, az *urbun* és a *khiyar al-shart* esete is a *Saríá* arbitrázs megközelítés alkalmazása. Ehelyett a szerző az iszlám törvényekből kiindulva keres egy olyan megoldást, amely a hagyományos opciók célját tekintve azok helyettesítője lehet.

Megoldásképpen Cattelan az *ijara wa-hiba* struktúrát javasolja, amely a kötetlen megállapodások (*tabarruat*) kategórián belül található *hiba* (adomány) egyezségekre épít. Az iszlám törvények úgy definiálják az adományt, mint a tulajdonjog egy ellenszolgáltatás nélküli átadását, ami nem kizárólagosan jótékonyossági szándékkal történik, hiszen az ajándékozó célja valamilyen evilági haszon elérése. Valójában a *hiba* valamilyen törvényes tulajdon (*mal*) átruházása, legyen az akár tulajdonjog (*raqaba*) vagy haszonélvezeti jog (*manfaa*), mindez egy nagyvonalú, de nem feltétlen jótékony kereten belül, amely nem zárja ki, hogy az adományozó valamilyen ellenértéket (*iwad*) kérjen. Cattelan elemzése alapján ez a megoldás a Hanafi iskola szabályainak megfelelően lenne alkalmazható, ahol az adományozó bármikor visszavonhatja az adományt (hacsak az adományt kapó nem családtag), viszont a visszavonás nem engedélyezett az adományozónak történő kompenzáció megfizetése után. Így az adományozás a kompenzációval együtt egy alkalmas modellt adhat mind a vételi, mind az eladási opcióra, ahol a kompenzációt a hagyományos opció kötési árfolyama helyettesíti [Cattelan, 2012].

A vételi opciót az iszlám *fiqh*-ben a következő két pont kombinációjaként állíthatjuk elő: 1) az opció kiírója (és az alaptermék tulajdonosa) eladja a haszonélvezeti jogot (*manfaa*) –, ami egy bérbeadás (*ijara*); és 2) a Hanafi törvényeknek megfelelően ugyanazon alaptermék tulajdonjogát (*raqaba*)

ellenérték (*iwad*) fizetésének feltétele mellett az opció tulajdonosának adományozza. Az opció kiírója jutalmat kap a tranzakció esetleges megkötéséig elfogadott időperiódusért. A kezdeti adomány az opció kiírója által egészen a kompenzáció fizetéséig visszahívható, az ellenérték (*iwad*) pedig a hagyományos opció kötési árfolyamának felel meg [Cattelan, 2012].

A put opció előállítására komplexebb feladatnak tűnik, hiszen azt kívánja meg, hogy az a személy rendelkezzen a jutalom felett, aki nem az alaptermék eredeti tulajdonosa. Itt tulajdonképpen az opció tulajdonosa élhet azzal a jogával, hogy eladja az eszközt, és ezért a lehetőségért cserébe díjaznia kell az opció kiíróját, aki viszont nem az eszköz tulajdonosa. Ezt a problémát orvosolhatjuk, ha megengedjük, hogy a lehetséges eladó kezdetben a potenciális vevőnek adományozza az alapterméket, és ezzel egyidejűleg az utóbbi átadja a hasznélvezeti jogot (*manfaa*) az előbbinek. Az adományozás a kompenzációtól függően még nem végleges, és a bérleti időszak alatt az eladó bármikor visszahívhatja. Természetesen ugyanezen időszak alatt az eladó elfogadhatja a vásárló által felajánlott kompenzációt (*iwad*), amivel a tranzakció véglegessé válik [Cattelan, 2012].

A devizacserék kockázatkezelésére létrehozott opciós struktúrák, a *devizaopciók* nem egységesek, vagyis nem minden bank használja ezeket. Azok a bankok pedig, amelyek használják, a *Saríá* Tanácsadó Testületük jóváhagyásával teszik azt. A devizaopció előállítására két struktúrát fejlesztettek ki, mindkettőt *wad* (ígéret) felhasználásával [Iqbal et al., 2012]. A *wad* egy ígéret vagy kötelezettségvállalás, ami az OIC Islamic Fiqh Academy, Resolution No. 40-41 (2/5 & 3/5) döntése alapján kötelező érvényű, továbbá több fórumon is engedélyezték a használatát a devizacserék során [AAOIFI Standard *Saríá* Standard 1: Trading in Currencies, para 2/9; *Saríá* Advisory Council of the Central Bank of Malaysia, 49th meeting, 28 April, 2005; OIC Islamic Fiqh Academy, Resolution No. 63/1/7, Seventh Session 1992].

Az első struktúra egy *wad* és egy árucikkre vonatkozó *murâbahah* együttes alkalmazása. A tranzakció kezdőnapján a bank elkötelezi magát a befektető felé, hogy egy adott, jövőbeli napon, egy adott rátán elcserélnek különböző devizákat. Ugyanazon a napon a bank végrehajt egy árucikkre vonatkozó *murâbahah* ügyletet, ahol a fizetés helyben megtörténik, így a valóságban a bank a kötelezettségvállalásáért cserébe kap díjat a befektetőtől. A jövőbeli időpontban a befektető vagy megkéri a bankot, hogy teljesítse az ígéretét, vagy felmenti azt a kötelezettségvállalása alól.

A második struktúra nagyon hasonlít egy konvencionális opcióra, és abban tér el az előző megoldástól, hogy a díjat a befektető nem egy plusz ügylet keretén belül fizeti, hanem magáért az ígéretért (*wad*) cserébe.

Az opciók egy további lehetséges használata az iszlám bankoknál a Kettős Deviza *Murābahah* termék. Ez egy olyan strukturált befektetési termék, amelyet a bank azoknak az ügyfeleknek ajánl, akik az iszlám betéteknél magasabb megtérülést szeretnének elérni. Ez úgy működik, hogy első lépésként az ügyfél pénzt (például MYR) helyez el a banknál árucikkre vonatkozó *murābahah* keretében, amiért a bank magasabb hozamot kínál, mint amekkorát egy szokásos esetben. Cserébe a bank megválaszthatja, hogy a tőke plusz profit összegét az eredeti (MYR) vagy egy alternatív devizában fizesse vissza (például USD). A bank és az ügyfél előre megegyezik mind az alternatív devizáról, mind az átváltási rátáról.

Ez lényegében megegyezik egy árucikkre vonatkozó *murābahah* ügylet és egy, az ügyfél által a banknak eladott devizaopció kombinációjával. A bank nem fizet külön prémiumot, hiszen az bele van árazva a *murābahah* ügylet magasabb hozamába.

4. SWAP ÜGYLETEK A KONVENCIONÁLIS ÉS AZ ISZLÁM BANKRENDSZERBEN

A derivatív ügyletek legújabbikát képezik az úgynevezett swap ügyletek (másnéven csereügyletek), amik közül a deviza swapok a legrégebbiek, míg a kamat swap az 1980-as, a hitel swapok az 1990-es évek vívmányai [Mehrling, 2011]. Ezeket a konvencionális bankrendszer a kockázatok csökkentésénél használja, és több fajtája létezik. Egyes ügyletek a konvencionális rendszerben a hitelkockázatot, mások a kamat- vagy árfolyamkockázatot hivatottak mérsékelni azáltal, hogy ezeket a kockázatokat egy harmadik félre testálják át. Ahogy azt látni fogjuk, hasonlóan kockázatméréselő szerepe van ezeknek az ügyleteknek az iszlám bankrendszer esetében is, amelynek hitelezési folyamatában levő jellegzetességei miatt talán még inkább szüksége van erre az ügyletfajtára, mint a konvencionális rendszernek.

4.1. Swap a konvencionális bankrendszerben

A konvencionális bankrendszerben a swap működését Perry Merhling *The New Lombard Street* [2011] könyvének az erre vonatkozó fejezete alapján mutatjuk be. Ahhoz, hogy a swap ügylet mibenlétét megérthessük, kezdjük a legegyszerűbb swap ügylettel, ami azért jött létre, hogy a vállalatok képesek legyenek megkerülni a Breton Woods-i egyezménynek a devizák országhatáron belül tartására vonatkozó kitételét. Az első swap ügyletek tulajdonképpen párhuzamos hitelügyleteket takartak. Képzeld el, hogy van egy cég az USA-ban és egy másik az Egyesült Királyságban. Mindkét cégnek a másik vállalat országában van leányvállalata, amit fejleszteni szándékozik. A Breton Woods-i rendszer nem engedte meg, hogy az amerikai cég angol leányvállalatának dollárt adjon át, így neki fontra volt szüksége a fejlesztésekhez, míg az angol vállalat ugyanígy nem tud

fontot átvinni amerikai leányvállalatához, így a fejlesztéshez dollárra van szüksége. Ha feltesszük, hogy a két cégtulajdonos ismeri egymást, a fejlesztések végbe mehetnek azáltal, hogy a két vállalat kölcsönösen hitelt nyújt egymásnak.

Ebben az esetben azonban mindegyik vállalatnak nagy lesz a kockázata a másik vállalattal szemben, hiszen annak nemteljesítése esetén nem tudja visszaszerezni a kölcsönbe adott pénzét. Ennek a kockázatnak a mérséklése úgy lehetséges, hogy a vállalatok nem egymással, hanem egy közvetítő bankkal, így például a JP Morgan-nel kötnek szerződést. Ez a lépés nem csupán azt teszi lehetővé, hogy kisebbé válik a felek kockázata, de könnyebbé válik a közvetítés, mivel nem kell a két vállalatnak ismernie egymást, és hitelígyéneinek és forrásainak sem kell egyeznie.

Ebben az esetben a kockázat a JP Morgan-t terheli, viszont az képes az ügyletet problémássá válása esetén egy másik bankkal refinanszíroztatni. Vagyis neki lényegesen kisebb lesz a kockázata, mint egy hagyományos vállalatnak lenne. Innentől a JP Morgan swap kereskedőként tud fellépni, aki a swap ügyleteinek beárazásával képes saját kockázatait csökkenteni és ügyleteivel az eurodollár piacon kereskedni.

A kamat és hitel swapok tulajdonképpen ennek a viszonylag egyszerű swap ügyletnek a szofisztikáltabb megoldásait jelentik. Az ötlet, ami ezeket az ügyleteket életre hívta, Fischer Black nevéhez köthető. Black rájött, hogy egy és ugyanazon értékpapírt hogyan lehet három ügyfélnek is eladni. Még hozzá úgy, hogy az egyik fizet a kötvényért, a másik viseli a kamat adta kockázatot, a harmadik pedig a nemfizetési kockázatért vállal felelősséget. Az ügyfelek közül az utóbbi kettő csak kezességet kell, hogy vállaljon, pénz befektetését az ügylet az ő részükről nem igényli. Ez az ügylet három különálló, de összefüggő részből épül fel, amit a következő táblázat szemléltet:

I. táblázat: Swap ügylet napjainkban – sematikus ábra

Befektető		Nemfizetési kockázat		Kamatkockázat	
Eszköz	Forrás	Eszköz	Forrás	Eszköz	Forrás
vállalati kötvény					
(államkötvény-CDS)	vállalati kötvény)	(vállalati kötvény	államkötvény-CDS)		
(kincstárjegy-IRS	államkötvény)			(államkötvény	kincstárjegy-IRS)

Forrás: Mehrling [2011]

A második sorban a Befektető és a Nemfizetési kockázatot viselő hajt végre swap ügyletet. Ekkor a Befektető a vállalati kötvényen szerzhető hozam fizetésére, míg a Nemfizetési kockázatot viselő az államkötvény hozamának megfelelő összeg megfizetésére tesz ígéretet a másik félnek. Mivel a vállalati kötvény általában több hozamot termel, mint az államkötvény, így a Befektető

általában nettó összeget számol fel a swap után. Sokszor valamilyen kötvénybefektetési prémiumot is felszámolnak, hiszen ha a kockázati tényező bekövetkezik, a Befektető egy tökéletesen jó minőségű államkötvényt kap a vállalati kötvényért cserébe. Ez a hitel alapú swap (credit default swap, vagyis CDS).

A harmadik sorban a Befektető és a Kamatkockázatot viselő hajt végre swap ügyletet. Ekkor a Befektető az állampapíron kapott fix kamatot ajánlja fel, a Kamatkockázatot viselő pedig ennek ellenében azt ígéri meg, hogy a kincstárjegyek sorozatán kapott kamatokat fizeti ki a Befektetőnek. Mivel az államkötvény általában magasabb hozamot jelent, mint a kincstárjegyek, így a Befektető ebben az esetben is nettó összeget fizet az ügyletért. Ez a kamat swap (interest rate swap, vagyis IRS) alapja.

Fontos felismernünk, hogy az ilyen származtatott ügyletek segítségével a vállalati kötvény kockázata helyett a Befektető csupán akkora kockázatot vállal, mintha ez idő alatt folyamatosan kincstárjegyeket vásárolt volna. Ezáltal úgy juthat magasabb jövedelemhez, hogy közben a kockázatokat (nemteljesítés és kamatváltozás) más viseli helyette.

Tulajdonképpen ez a swap ügylet lesz a konvencionális bankrendszerben a jelzáloghitelek értékpapírosításának az alapja, amely folyamat során az illikvid hiteleket likvid értékpapírokká alakítja át a bank, ezzel lehetővé téve azok egyszerű és gyors refinanszírozását és további hitelek nyújtását [Lentner, 2013].

A konvencionális bankrendszerhez képest az iszlám bankrendszerben jelentős különbségeket fedezhetünk fel a swap ügylettel kapcsolatban. Ezt a következő alfejezetben fejtjük ki.

4.2. Swap az iszlám bankrendszerben

A klasszikus értelemben vett iszlám swap, vagy al-murâbahah al-islamiyyah leginkább a konvencionális deviza swap ügyletkezhez hasonlít. Ebben az ügyletben a bank és a befektető adott pénzmennyiséget cserél egymással eltérő devizában. Az ügylet ideje alatt mindkét fél saját belátásának megfelelően használja fel az összeget, majd az ügylet lezárásakor megtörténik a devizanemek azonos árfolyamon és mennyiségben való visszacserélése. Ez az ügylet tulajdonképpen nem befektetés, csupán az árfolyamváltozás kockázatának a csökkentésére irányuló eszköz [al-Bashir és Al-Amine, 2008].

Nézzünk az al-murâbahah al-islamiyyah ügyletre egy példát! Tegyük fel, hogy a befektetőnek van 1 millió USA dollárja, amit Németországban szeretne befektetni, azonban tart az árfolyam ingadozásától, ezért úgy dönt, hogy iszlám swap ügyletet köt a bankjával. Ez az ügylet tulajdonképp egy kölcsönös hitelt takar, amibe a befektető 1 millió dollárt ad, mint quad hasan-t, a bank ennek a pénzüsszegnek megfelelő német eurót ad az ügyletbe, mint quad hasan, ezzel létre is jött a megegyezés. Az ügylet lezárultának napjáig mind a bank, mind pedig a befektető

belátása szerint használja fel a kapott összeget. Az egyezség lezárultának a napján a kötéskori összegeket cseréli vissza a bank és a befektető. Az általuk realizált esetleges profit az ügyleten kívül marad. Azonban ahogy a konvencionális swap ügyleteknek, úgy az iszlám swapnak is megvannak a maga kockázatai. A Malajziában kitört 1997-es gazdasági válság egyik okozója a devizaspekuláció mellett például pont az iszlám deviza swap volt [al-Bashir és Al-Amine, 2008].

5. SUKUK

A *sukuk*, vagyis az iszlám kötvény, vagy más fordítás szerint részvételi jegy alapvetően annyiban különbözik a konvencionális kötvénytől, hogy a kibocsátás a *Saría*-nak megfelelő anyagi eszközök cseréjén alapul [Ligeti, 2011]. Ezt az eszközt azért a tanulmány végén mutatjuk be, mert szerepe van az opciók között is, illetve a swap ügyletekhez is van annyi kötődése, hogy az értékpapírosítás folyamatában a konvencionális CDS szerepét az iszlám bankrendszerben a *sukuk* veszi át.

Jelentős eltérés a konvencionális kötvény és a *sukuk* között, hogy míg a konvencionális pénzügyi rendszerben a kötvény fix hozamot jelent, addig az iszlám *sukuk* esetén érvényesül az értékpapírban is a hitelezésre jellemző kockázatmegosztás, vagyis a *sukuk* tulajdonosa nemcsak a profitból részesedik, hanem az esetleges veszteséget is viseli [Ligeti, 2011].

Az opciókat széles körben használják a *sukuk* struktúrákban, általában azért, hogy lejáratkor vagy csőd esetén törlesszék a tőkét a befektetőknek. Az opció tipikusan egy vásárlási vagy eladási kötelezettségvállalásként jelenik meg, mely szerint egy *wad* keretén belül megveszik vagy eladják az alaptermékeket. A *sukuk* struktúra tranzakcióról tranzakcióra változhat, de az opciók használata szemléltethető a következő, egyszerűsített *ijara* struktúrával.

Ebben az esetben a kibocsátó eladja az alaptermékként szolgáló eszközöket egy SPV-nek (special purpose vehicle, magyarul projektársaság vagy különleges célú gazdasági egység), majd ezt követően bérbe veszi azokat. Hogy lejáratkor visszafizessék a tőkét a befektetőknek, a kibocsátó vásárlási kötelezettséget vállal, hogy tőkeértéken visszavásárolja az eszközöket. Általában az SPV pedig eladási kötelezettséget vállal, hogy biztosítsa, hogy a kibocsátó visszakapja az eszközöket lejáratkor.

A *sukuk* esetén az opciók használata nem foglalja magában különálló díjak fizetését a kötelezettségvállalásokért cserébe. Vannak továbbá visszahívható *sukuk* is, az opciós prémium azonban még ezen struktúrák esetében sem külön fizetendő, hanem általában a *sukuk* árában jelenik meg.

A *sukuk*knak több fajtája ismert az értékpapírosítás tekintetében is, ezek abban azonban megegyeznek, hogy mindegyik fajta mögött valamilyen reáljószággra irányuló hitel szerepel. A *sukuk* első fajtája az *ijara sukuk*, ami olyan értékpapírt takar, mely mögött iszlám lízingszerződés áll. A másik két fajtája ennek az

értékpapírnak a *murabaha sukuk* és a *mushakara sukuk*, amelyek mindegyike hitelügylettel fedezett értékpapír. Ez utóbbiak között lényeges különbség, hogy a *murabaha sukuk*ot már működő vállalat bocsáthatja ki, rövid és középtávú finanszírozásra használják fel és névértéken forgalmazzák. Ettől a *mushakara sukuk* annyiban tér el, hogy a mögöttes hitel alaptőkéjét többen adják össze. Ez alapján azt mondhatjuk, hogy a *sukuk* kibocsátása teremti meg az iszlám típusú értékpapírosítás alapját [Ligeti, 2011]. Így azt mondhatjuk, hogy a *sukuk* másodlagos piaca tulajdonképpen megfelel a konvencionális CDO-nak és RMBS-nek, azonban itt nem maga az értékpapír, hanem a mögöttes ügylet az, ami miatt *Sarí*a-kompatibilis lesz az eszköz [Habib, 2009].

A *sukuk* kibocsátás leginkább a maláj iszlám bankokra jellemző. Ebben az országban először az 1990-es években bocsátottak ki ilyen értékpapírt, amivel a *murabaha* ügyletekben levő magánadósságokat váltották értékpapírra [Ligeti, 2011]. Emellett Bahreinben vált gyakorlattá a kilencven napos kincstárjegy jellegű *sukuk* kibocsátása. Az értékpapírok forgalomba hozatala a Közel-Keleten nem jellemző [Ligeti, 2011].

A világ teljes *sukuk* kibocsátása a Zawaya Islamic Finance Development Indicator alapján 2016-ban 732 használatban levő *sukuk* típust takart, melyek közül Malajzia bocsátott ki 388-at. Ennek USA dollárban kifejezett értéke világszinten 67 919 millió dollár, amiből a maláj *sukuk*ok 34 955 millió dollárnyit tesznek ki.

6. ÖSSZEFOGLALÁS

Tanulmányunkban az iszlám bankrendszer egyik eddig kevésbé vizsgált területét elemeztük. Bemutattuk, hogy az általános vélekedéssel ellentétben az iszlám banki rendszerben ugyanúgy megjelennek derivatívák, mint a konvencionális bankrendszer esetében. A legtöbb konvencionális derivatív ügyletnek megtaláljuk az iszlám banki megfelelőjét is, még ha ezek aránya az iszlám bankügyleteken belül a hagyományos bankrendszerhez képest kisebb mértékű is.

A 2008-as világválság kapcsán láthattuk, hogy míg a konvencionális bankrendszert alapjaiban rázta meg a derivatív ügyletek miatt kirobbant válság, addig az iszlám banki struktúrában ez lényegesen kisebb károkat okozott. Ennek egyik oka maga az iszlám banki berendezkedés, elsősorban a kockázatmegosztás lehet. Másrészt megfigyelhetjük azt is, hogy az iszlám bankok tekintetében ezen ügyletek mögött is reáljavak állnak, amelyek szintén a nagyobb pénzügyi stabilitást biztosítják.

Véleményünk szerint az iszlám bankrendszer működésének tanulmányozása nem csak azért szükséges, mert e bankrendszer folyamatosan növekszik. Amint a tanulmányunkban idézett IMF [2017] is kiemeli, a konvencionális bankrendszernek fontos lenne az iszlám rendszert még behatóbban megismerni és

az ott alkalmazott jó példákat (good practice) felhasználni a hosszú távú stabilitás kialakításának érdekében.

FELHASZNÁLT IRODALOM:

- AAOIFI (2008): Shari'ah Standards. Bahrain.
- AbuSulayman, I. (1992): Al-ikhtiyarāt: dirasa fiqhīya tahliliya muqarana, Majalla al-Buhuth al-Fiqhiyya al-Mu'asara (Options: a comparative legal analysis)
- Al-Amine, M. A. B. M. (2008): Risk management in Islamic finance: an analysis of derivatives instruments in commodity markets. Brill, Leiden.
ISBN 978 90 04 15246 5
- Balázs J. (2008): Gazdaság-vállalkozás-versenyképesség az iszlám társadalmakban. Budapest-Sopron-Kairó
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2005): Befektetések. Aula Kiadó, Budapest.
- Cattelan, V. (2009): From the concept of ḥaqq to the prohibitions of ribā, gharar and maysir in Islamic finance. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 2(3-4):384-397.
- Cattelan, V. (2012): A New Model for Options in Islamic Law. In *Islamic Capital Markets: Products and Strategies* (eds M. K. Hassan & M. Mahlkecht), John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA.
- Cseh, B. (2017): „Trends of the Islamic Agricultural Finance in Malaysia”. IN: Katalin Szendrő, Bernadett Horváthné Kovács, Róbert Barna: *Proceedings of the 6th International Conference of Economic Sciences* (eds), Kaposvári Egyetem, Kaposvár
- El-Gamal, M. A. (1999): „Discussion Forum: Islamic Financial Derivatives”. *International Journal of Islamic Financial Services*, 1(1).
- El-Gamal, M. A. (2006): *Islamic Finance. Law, Economics, and Practice*. Cambridge University Press, New York.
- Falus O. (2015): „Egy erkölcsös adónem-a "zakat"”. *Taylor Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Folyóirat: A Virtuális Intézet Közép-Európa Kutatására Közleményei 20-21.*:(3-4.):64-70.
- Habib, A. (2009): *Financial crisis risk and lessons for Islamic finance*, Research Gate
- Hull, J. C. (2012): *Options, futures, and other derivatives*. Pearson/Prentice Hall, 8th ed.
- IMF (2017): *Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking*
<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/02/21/PP-Ensuring-Financial-Stability-in-Countries-with-Islamic-Banking>. Lekérdezve: 2017. 07. 02.
- Iqbal, I.-Kunhibava, S., & Dusuki, A.W. (2012): *Application of Options in Islamic Finance*. ISRA Research Paper, (46).

- Jawadi, F., Jawadi, N., Cheffou, A. I., Ameer, H. B., Louhichi, W. (2017): Modelling the effect of the geographical environment on Islamic banking performance: A panel quantile regression analysis <https://doi.org/10.1016/j.econmod>. Lekérdezve: 2017.01.18
- Kamali, M. H. (1995): Islamic Law: An Analysis of Options. Paper presented at the Conference on Interest-free/Islamic Banking Products held at the Institute of Islamic Understanding, Malaysia on December 21.
- Kamali, M. H. (1997): Islamic commercial law: an analysis of options. *The American Journal of Islamic Social Sciences*, 14(3).
- Lentner Cs. (2013): *Bankmenedzsment*, Nemzeti Közszerológati és Tankönyv Kiadó, Budapest, 526 p
- (Ligeti S. (2007): „Az iszlám bankrendszer.” In: Lentner Csaba (szerk.): *Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején*, Budapest, Akadémiai Kiadó.
- Ligeti S. (2011): Az iszlám bankrendszer néhány kérdése, *Acta Scientiarum Socialium* 14(34): 5-21.
- Mehrling, P. (2011): *The New Lombard Street* (eBook), ISBN: 9781400836260
- Obaidullah, M. (1998): „Financial engineering with Islamic options” *Islamic Economic Studies*,6(1): 73-103.
- Pew Research Center (2009): Mapping the global muslim population. Lekérdezve 2011. 10.06.
- Pew Research Center (2017): Desilver, Drew – Masci, David: World’s Muslim population more widespread than you might think. January 31 2017. <http://www.pewresearch.org/fact-tank/2017/01/31/worlds-muslim-population-more-widespread-than-you-might-think/>. Lekérdezve: 2017. 02.11.
- Santillana, D. (1938): *Istituzioni di diritto musulmano malichita con riguardo anche al sistema sciafiita*, Vol. II, IPO, Roma
- Smolarski, J., Schapek, M., & Tahir, M. I. (2006): Permissibility and use of options for hedging purposes in Islamic finance. *Thunderbird International Business Review*, 48(3), 425.
- Széles Zs. (2015): Accounting directives in the Islamic Banking System. *Selye E-Studies* 6:(1) pp. 153-170.
- Usmani, M. T. (1996): *Futures, options, swaps and equity investments*. New Horizon, Institute of Islamic Banking and Insurance, No. 59.
- Usmani, M. T. (2000): Fatwa regarding the conditions for trading stocks and stock options. Quoted in Smolarski, J., Schapek, M., & Tahir, M. I. (2006) Permissibility and use of options for hedging purposes in Islamic finance. *Thunderbird International Business Review*, (48):425-443.
- Varga J. (2012): Az iszlám bankrendszer szerepe a pénzügyi stabilitás helyreállításában *Virtuális Intézet Közép-Európa Kutatására Közleményei* 4:1 (No.7): 121-132.
- Zawaya Islamic Finance Development Indicator, <http://www.zawaya.com/islamic-finance-development-indicator/> Lekérdezve: 2017. 08. 22.