Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

DOI:10.17951/h.2015.49.4.469

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLIX, 4 SECTIO H 2015

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania

DARIUSZ PIOTROWSKI

darius@econ.umk.pl

Ryzyko finansowe inwestycji w sukuk

Financial Risk of Sukuk Investments

Słowa kluczowe: finanse islamskie, *sukuk*, ryzyko finansowe

Keywords: Islamic finance, *sukuk*, financial risk

Kod JEL: D81, G12, Z12

Wstęp

Sukuk to najbardziej rozpoznawalne instrumenty islamskiego rynku kapitałowego. Pierwsze oferty *sukuk* pojawiły się w latach 90. XX w., jednak znaczący rozwój tego segmentu rynku nastąpił w okresie ostatnich 15 lat [Saeed, Salah, 2012, s. 51; Wilson, 2005, s. 10–12; Alim i in., 2014, s. 19–20]. *Sukuk* początkowo oferowane były wyłącznie w krajach muzułmańskich, z czasem jednak emisje i obrót islamskimi certyfikatami zaczął odbywać się również na obszarze funkcjonowania konwencjonalnych finansów, gdzie powszechne jest stosowanie stopy procentowej i odsetek.

Inwestowanie w *sukuk* wiąże się ze znacznym poziomem ryzyka. Wynika to z faktu, że *sukuk* są mało znanymi instrumentami finansowymi, które dodatkowo nie znajdują odpowiednika w postaci papierów wartościowych, takich jak akcje, obligacje czy certyfikaty inwestycyjne. Ponadto *sukuk* nie stanowią jednorodnej kategorii i znacznie różnią się między sobą pod względem konstrukcji i zastosowania. Mając na uwadze powyższe, wskazana jest identyfikacja czynników rodzących ryzyko finansowe inwestycji w *sukuk*.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

1. Metodyka badania i źródła materiału badawczego

Celem pracy było wskazanie obszarów tworzących ryzyko finansowe inwestycji w *sukuk*. Szczególnej analizie pod kątem występowania i poziomu ryzyka kredytowego, stopy zwrotu będącej odpowiednikiem stopy procentowej oraz ryzyka płynności obrotu poddano struktury *sukuk* najczęściej wykorzystywane w ostatnich latach przez emitentów. W pracy przyjęto hipotezę, że najistotniejszym źródłem ryzyka finansowego inwestycji w *sukuk* jest ryzyko kredytowe. Realizację celu oraz weryfikację przyjętej hipotezy badawczej przeprowadzono z wykorzystaniem krytycznej analizy literatury przedmiotu.

2. Ryzyko finansowe inwestycji w papiery wartościowe – definicja i rodzaje

Jednostka podejmująca decyzje rodzące skutki finansowe musi uwzględniać fakt funkcjonowania w zmieniającym się otoczeniu. Brak możliwości precyzyjnego określenia przyszłych warunków gospodarowania skutkuje występowaniem niepewności i ryzyka. W teorii ukształtowały się dwa podejścia do ryzyka, które można określić jako negatywne bądź neutralne postrzeganie tego zjawiska. W podejściu negatywnym ryzyko jest utożsamiane ze stratą, której należy unikać. W koncepcji neutralnej ryzyko jest rozumiane w kategoriach efektu innego niż spodziewany. Osiągnięcie rezultatu lepszego od oczekiwanego jest traktowane jako szansa, zaś gorszego – jako zagrożenie [Jajuga, 2001, s. 98–101].

Szczególnym rodzajem aktywności człowieka jest działalność inwestycyjna na rynku finansowym. Nabywanie papierów wartościowych to nic innego jak angażowanie środków w projekty o określonym poziomie ryzyka celem osiągnięcia przyszłych korzyści finansowych. W proces inwestowania jest więc wkomponowany element ryzyka. Poziom ryzyka i oczekiwana stopa zwrotu wykazują przy tym dodatnią zależność.

Ryzyko finansowe analizowane w pracy to takie, które skutkuje finansowymi konsekwencjami dla podmiotu podlegającego jego oddziaływaniu. Źródeł ryzyka inwestycji w papiery wartościowe należy upatrywać w czynnikach o charakterze makroekonomicznym, czyli niezależnych od woli i działań emitenta, w czynnikach mikroekonomicznych odnoszących się do uwarunkowań działalności gospodarczej emitenta oraz w konstrukcji i warunkach obrotu konkretnymi instrumentami.

Rodzaj instrumentu w znacznej mierze warunkuje występowanie i poziom różnych typów ryzyka finansowego inwestycji. Różnorodność struktur i zasad funkcjonowania *sukuk* sprawia, iż niemal wszystkie ryzyka szczegółowe wyodrębnione w klasyfikacjach ryzyka finansowego występują w przypadku tych instrumentów [Jajuga, 2007, s. 18; Kuziak, 2011, s. 22–29]. W dalszej części pracy omówiono ryzyko kredytowe, stopy zwrotu i płynności obrotu, które w ocenie autora są istotne w przypadku inwestycji w *sukuk*. Ryzyko prawne, ważne z racji złożoności kon-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

strukcji *sukuk*, zostało świadomie pominięte w rozważaniach, gdyż tematyce tej poświęcono osobną publikację [Piotrowski, 2015, s. 421–431].

3. Ryzyko działalności gospodarczej w świetle filozofii islamu

Koran i *sunna*, czyli główne źródła ideologii i prawa islamu, często odnoszą się do kwestii gospodarowania [Danecki, 2007, s. 84]. Należy to łączyć z faktem, że Mahomet zdobył doświadczenie biznesowe, będąc przewodnikiem karawan i kupcem. W ówczesnych czasach ryzyko gospodarcze wiązało się z trudnościami w handlu towarem, czyli zaopatrzeniem i zbytem, możliwością utraty majątku wskutek napaści na karawanę lub popadnięciem w kłopoty finansowe z powodu nadmiernego zadłużenia. Obserwowane przez Mahometa stopniowe ubożenie znacznej części społeczeństwa mekkańskiego wpłynęło na podejście islamu do zagadnienia stosowania procentu i podejmowania ryzyka w działalności gospodarczej [Delcambre, 1996, s. 107–108]. W znacznym uproszczeniu stanowisko to można określić jako przeciwne do poglądów dominujących w zachodniej cywilizacji. W islamie funkcjonuje bowiem zakaz pobierania bądź płacenia odsetek, promowane jest natomiast podejmowanie ryzyka gospodarczego [Ayub, 2007, s. 131–133].

W islamie rozróżnia się pojęcia „hazard", „niepewność" i „ryzyko". Hazard jest utożsamiany z podejmowaniem nadmiernego, nieuzasadnionego ryzyka, z poddaniem się działaniu przypadku. Niepewność z kolei należy łączyć z brakiem wiedzy na temat istotnych parametrów transakcji, takich jak cena, ilość czy jakość. Generalnie hazard i niepewność są oceniane negatywnie [Greuning, Iqbal, 2008, s. 6–10]. Podejmowanie ryzyka gospodarczego jest natomiast warunkiem koniecznym do czerpania zysków. Funkcjonuje pogląd, iż angażowanie się w przedsięwzięcie wiążące się z ryzykiem poniesienia strat jest najwłaściwszą formą osiągania zysków. Stąd w konstrukcji wielu islamskich instrumentów stosowany jest mechanizm dzielenia zysków i strat [Askari i in., 2012]. W związku z powyższym ryzyko instrumentów finansów islamskich jest zwykle oceniane jako wyższe niż jego konwencjonalnych odpowiedników [Akkizidis, Khandelwal, 2008, s. 38].

4. Szczegółowy przedmiot badań

Sukuk są definiowane na poziomie poszczególnych rynków obrotu, na szczeblu krajowym lub w standardach publikowanych przez ponadnarodowe instytucje działające na rzecz harmonizacji regulacji i integracji w obszarze islamskiego rynku finansowego. Zgodnie z najczęściej przytaczaną w literaturze definicją zaproponowaną przez *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) *sukuk* to certyfikaty reprezentujące wspólne tytuły do niepodzielnych udziałów i praw w aktywach rzeczowych, pożytkach i usługach albo własność akty-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

wów w projekcie lub wydzielonej działalności inwestycyjnej, pod warunkiem jednak, że środki pozyskane w trakcie subskrypcji zostaną przeznaczone na cel, dla którego przeprowadzono emisję *sukuk* [*Shari'a Standard No. 17 on Investment Sukuk*, 2008].

Dane rynkowe za lata 2010–2013 wskazują, iż emitenci *sukuk* preferowali technikę *murabahah*, następnie konstrukcje hybrydowe, *ijarah* i *musharakah* [Alim i in., 2014, s. 66]. Mając na względzie czytelność analizy, warto wyjaśnić, że technika *murabahah* to finansowanie zakupu aktywu zbliżone istotą do tradycyjnego kredytu, *ijarah* odpowiada leasingowi, natomiast *musharakah* to rodzaj wspólnego przedsięwzięcia. W dalszej części pracy poszczególne kategorie ryzyka finansowego zostaną przedstawione na przykładzie wspomnianych konstrukcji, z pominięciem jednak struktur hybrydowych, gdyż w ich przypadku trudno jest określić wpływ zastosowania różnych technik finansów islamskich na łączne ryzyko finansowe instrumentu. Przeprowadzając analizę ryzyka inwestycji w *sukuk*, należy mieć na uwadze, że struktura tych instrumentów łączy zwykle trzy strony: organizatora emisji, inwestorów oraz inicjatora emisji, który faktycznie przeprowadza emisję i zarządza w imieniu inwestorów spółką specjalnego przeznaczenia (SPV), realizującą projekt lub nabycie, wytworzenie czy też korzystanie z aktywów sfinansowanych z emisji *sukuk*.

5. Ryzyko kredytowe *sukuk*

Ryzyko kredytowe inwestycji w papiery wartościowe jest definiowane jako sytuacja braku możliwości terminowej obsługi zadłużenia [Dziawgo, 2010, s. 64–65]. Co prawda, środki pozyskiwane w drodze emisji *sukuk* często nie mają formy długu, jednak są angażowane w aktywa lub przedsięwzięcia biznesowe na określony czas i wymagają okresowej obsługi. Występuje więc tutaj ryzyko emitenta lub kontrpartnera transakcji.

Podmiot zainteresowany inwestycją w *murabahah sukuk* musi liczyć się z ryzykiem kredytowym wynikającym z tego, że strona, która zamówiła aktywa finansowane z emisji *sukuk*, ich nie odbierze. Brak możliwości zbycia może narazić SPV, a tym samym inwestorów, na ryzyko zmiany cen tych aktywów. Pamiętać przy tym należy, iż zasady islamu zabraniają w takiej sytuacji pokrywania ewentualnych strat naliczaniem kar czy odsetek. W przypadku *ijarah sukuk* ryzyko kredytowe może zostać zredukowane, gdy na spółkę celową, a więc pośrednio na inwestorów, zostaną przeniesione prawa nie tylko do pożytków, ale i do własności leasingowanych aktywów. Wówczas *sukuk* będą miały formę *asset-backed*, stając się kategorią instrumentów zabezpieczonych. W przypadku *musharakah sukuk* ocena ryzyka kredytowego musi się opierać na analizie rentowności finansowanego przedsięwzięcia i zdolności kredytowej podmiotu, który jest partnerem biznesowym inwestorów w projekcie. Niekorzystnie na poziom ryzyka kredytowego może w tym przypadku wpływać zjawisko asymetrii informacji, gdyż to inicjator emisji *sukuk* i zarządzana przez niego spółka celowa dysponują większą wiedzą, niż mają inwe-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

storzy na temat wysokości zysków generowanych przez wspólne przedsięwzięcie [El-Hawary, Grais, Iqbal, 2004, s. 25].

6. Ryzyko stopy zwrotu *sukuk*

Ryzyko stopy procentowej dotyczy wpływu zmian tego parametru na wycenę i rentowność instrumentów. Jak wspomniano, w islamie obowiązuje zakaz stosowania stopy procentowej i odsetek pojmowanych jako nieuzasadniona nadwyżka, występuje natomiast stopa zwrotu zależna od rentowności finansowanego projektu. Wspomnianej stopy zwrotu nie można utożsamiać z rentownością inwestycji rozumianą jako relacja zysku z inwestycji do ceny rynkowej instrumentów. W praktyce rynkowej przy określaniu stopy zwrotu jest stosowane niekiedy odniesienie do poziomu powszechnie akceptowanej stawki, przykładowo LIBOR, co określa się jako *mark-up*. Działanie takie w pewnym sensie niesie ze sobą ryzyko braku zgodności konstrukcji *sukuk* z szariatem. Należy bowiem wykazać, że stawka referencyjna jest tylko punktem odniesienia, nie zaś stopą procentową wykorzystywaną w kontrakcie [Iqbal, Mirakhor, 2007, s. 233–234].

W 2012 r., opierając się na stawkach *murabahah* i *wakalah*, wprowadzono *Islamic Interbank Benchmark Rate* (IIBR). Na rynku jest wyrażany pogląd, że stawka ta mogłaby funkcjonować obok LIBOR lub nawet zastąpić ją w kontraktach islamskich. Jednak małe rozmiary islamskiego rynku międzybankowego i wynikające z tego znaczne wahania IIBR wskazują na niewielkie prawdopodobieństwo spełnienia tych oczekiwań w niedalekiej przyszłości [Alim i in., 2014, s. 53–55].

Sukuk są prezentowane w literaturze jako instrumenty o stałej stopie zwrotu i tak też przedstawia się praktyka, gdyż tylko niewielką część rynku stanowią *sukuk* o zmiennej stopie zwrotu. Wahania rynkowej stopy procentowej mają największy wpływ na wycenę i rentowność inwestycji w *murabahah sukuk*. W przypadku tej kategorii *sukuk* stopa zwrotu z operacji zakupu-sprzedaży aktywu jest bowiem z góry ustalona i niezmienna, a wynika z ryzyka posiadania nabytego aktywu. Źródłem tego ryzyka może być pogorszenie jakości czy też obniżenie rynkowej wartości aktywu. Wpływ zmian stopy procentowej na wycenę *musharakah sukuk* jest znikomy, natomiast w przypadku *ijarah sukuk* może być ograniczony przez okresowe (zwykle półroczne) dostosowywanie stopy, przy której ustalana jest wysokość czynszu do poziomu rynkowego [Akkizidis, Khandelwal, 2008, s. 42–79].

7. Ryzyko ograniczonej płynności obrotu *sukuk*

Ryzyko płynności dotyczy trudności ze zbyciem papierów wartościowych. Powinno być ono uwzględniane w przypadku inwestycji w *sukuk*, gdyż instrumenty te są obracane głównie na rynku OTC. Niska wartość obrotów na rynku *sukuk* wynika

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

także z praktyki przetrzymywania papierów do terminu wykupu oraz z braku możliwości obrotu *salam*, *istisna'a* oraz *murabahah sukuk* z racji ograniczeń mających źródło w zasadach islamu [Iqbal, Mirakhor, 2007, s. 239–241]. Badania wykazują, iż niewielką płynność rynku *sukuk* należy wiązać także z brakiem globalnych banków islamskich bądź innych podmiotów zapewniających kwotowanie tych instrumentów. Ponadto niska płynność jest wskazywana przez uczestników rynku *sukuk* jako przyczyna oczekiwania stopy zwrotu na poziomie o 50 p.b. wyższym w porównaniu do obligacji [Alim (ed.), 2013, s. 98–105].

8. Ryzyko technik finansów islamskich w świetle badań naukowych

Jak wspomniano we wstępie, *sukuk* nie stanowią jednorodnej kategorii instrumentów. AAOIFI opracowała 14 standardów *sukuk*, różnicując je ze względu na rodzaj aktywów czy też stosowanych technik finansów islamskich. Mając to na uwadze, analizę ryzyka finansowego inwestycji w *sukuk* należy rozpocząć od określenia zakresu i wielkości ryzyka dla różnych kontraktów stanowiących podstawę konstrukcji *sukuk* [Al-Bashir, Al-Amine, 2012, s. 343–383]. W tym celu wykorzystano wyniki badań dotyczących rodzajów ryzyk zawartych w poszczególnych kontraktach oraz istotności dla islamskich instytucji finansowych poszczególnych kategorii ryzyka.

Wyniki pierwszego z omawianych badań należy rozpatrywać z uwzględnieniem faktu, iż było ono realizowane na przełomie wieków, czyli we wczesnej fazie rozwoju islamskiego rynku finansowego, przed okresem dynamicznego wzrostu rynku *sukuk*. Prezentowane w nim opinie pochodziły głównie od pracowników islamskich banków. Fakt ten tylko nieznacznie ogranicza możliwości wykorzystania danych, gdyż zarówno banki w operacjach aktywnych, jak i inwestorzy na rynku *sukuk* reprezentują tę samą stronę transakcji i są narażeni na zbliżone ryzyko wynikające z finansowego zaangażowania w operacje lub instrumenty finansowe. Generalnie ryzyko *mark-up* zostało wskazane jako najistotniejsze z punktu widzenia prowadzenia działalności przez islamskie instytucje finansowe. Dane zawarte w tab. 1, dotyczące przeciętnego poziomu ryzyka, wskazują, iż w dalszej kolejności pod względem istotności było ryzyko operacyjne, kredytowe oraz płynności [Tariqullah, Habib, 2001, s. 61–65].

Rozwój rynku finansów islamskich, a zwłaszcza segmentu *sukuk*, pozwala sądzić, iż od czasu realizacji badania nastąpiło zmniejszenie znaczenia niektórych kategorii ryzyka. Stworzenie i ujednolicenie regulacji dotyczących funkcjonowania rynków *sukuk* z pewnością ograniczyło ryzyko operacyjne. Powstanie nowych konstrukcji *sukuk* i rozwój rynku wtórnego częściowo rozwiązały kwestię niedostatecznej płynności. Z drugiej strony, jak wspomniano powyżej, kryzys finansowy i problemy z regulowaniem zobowiązań przez emitentów *sukuk* mogły skutkować wzrostem postrzegania ryzyka kredytowego jako najistotniejszego zagrożenia dla inwestycji w te instrumenty.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

Klasyfikacja ryzyka islamskich technik finansowania, dokonana w oparciu o łączne, uśrednione ryzyko będące rezultatem wspomnianego badania, nie odpowiada w pełni hierarchii przedstawionej w publikacji Banku Światowego. El-Hawary, Grais oraz Iqbal uszeregowali ryzyko technik w sposób, jak to zostało przedstawione w kolumnie pierwszej tab.1. W obu klasyfikacjach najmniejsze ogólne ryzyko przypisano kontraktom *murabahah*, najwyższe zaś technikom *musharakah* [El-Hawary, Grais, Iqbal, 2004, s. 37–38].

Tab. 1. Postrzeganie ryzyka islamskich technik finansowania

Technika/Ryzyko	*Mark-up*	Operacyjne	Kredytowe	Płynności	Uśrednione
Murabahah	2,87	2,93	2,56	2,67	2,76
Salam	3,50	3,25	3,20	3,20	3,29
Istisna'a	3,57	3,29	3,13	3,00	3,25
Ijarah	2,92	2,90	2,64	3,10	2,89
Mudarabah	3,00	3,08	3,25	2,46	2,95
DiminishingMusharakah	3,40	3,40	3,33	3,33	3,36
Musharakah	3,40	3,18	3,69	2,92	3,30
Przeciętna wartość	3,24	3,15	3,11	2,95	

W badaniu zastosowano skalę 1–5, gdzie 1 oznaczało mało istotne, zaś 5 – poważne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Tariqullah, Habib, 2001, s. 64].

9. Główne czynniki ryzyka finansowego *sukuk*

Badanie przeprowadzone przez *Thomson Reuters* w połowie 2014 r. jest źródłem danych, na podstawie których można wskazać czynniki ryzyka i ogólny poziom ryzyka *sukuk*. W analizowanym badaniu pozyskano odpowiedzi od 150 uczestników rynku *sukuk*, takich jak emitenci, banki islamskie, banki komercyjne, banki centralne, firmy zarządzające aktywami oraz rządy i instytucje nadzorcze, przy czym stronę popytową rynku *sukuk* reprezentowało 106 podmiotów [Alim i in., 2014, s. 104–107].

Przyjmując, że istnieje zależność między ceną instrumentów a poziomem ich ryzyka, uzyskane odpowiedzi na pytanie dotyczące czynników wpływających na wycenę *sukuk* można traktować jako istotne z punktu widzenia prowadzonej w pracy analizy. Ankietowani wśród najważniejszych czynników rzutujących na wycenę wskazali następujące: rating *sukuk*, rodzaj emitenta oraz sytuację gospodarczą na świecie. Przedstawiciele strony popytowej w dalszej kolejności wskazali: rodzaj waluty, wahania stóp procentowych, rodzaj rynku (krajowy czy międzynarodowy) oraz rodzaj konstrukcji *sukuk* (*asset-based* czy *asset-backed*) [Alim i in., 2014, s. 49]. W badaniu przeprowadzonym w 2013 r. hierarchia ważności czynników w ocenie inwestorów przedstawiała się następująco: światowe stopy procentowe, rating *sukuk*, rodzaj emitenta oraz waluta [Alim (ed.), 2013, s. 95]. Porównując wyniki, można stwierdzić, iż w obu badaniach respondenci wykazali znaczny poziom zgodności w zakresie determinant wyceny *sukuk*, przypisując dużą wagę do ratingu *sukuk*.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

Kolejne ważne wnioski dotyczące czynników ryzyka *sukuk* płyną z analizy odpowiedzi odnoszących się do zakresu badań prowadzonych przez agencje ratingowe oceniające emisje *sukuk*. Ankietowani wskazali, iż najważniejszym obszarem, poza badaniem zdolności kredytowej, powinna być ocena zabezpieczenia aktywów wykorzystywanych w procesie emisji *sukuk*. Inwestujący w *sukuk* jako istotne, w dalszej kolejności, podali również: konstrukcję *sukuk*, ocenę kluczowych uczestników procesu emisji, zgodność z szariatem oraz zabezpieczenie interesów stron pod względem prawnym [Alim i in., 2014, s. 77].

W analizowanych badaniach uzyskano także odpowiedzi wskazujące na oczekiwania uczestników rynku w zakresie ogólnego poziomu ryzyka *sukuk*. Zdaniem ankietowanych instrumenty te powinny charakteryzować się przede wszystkim bezpieczeństwem inwestycji. Inwestorzy preferują bowiem *sukuk* zabezpieczone lub senioralne, o inwestycyjnym poziomie ratingu. Porównanie wyników badań z lat 2012–2014 ukazuje ponadto pewną tendencję w zakresie postrzegania ryzyka kredytowego *sukuk*. W 2012 r. tylko 16,2% badanych reprezentujących stronę popytową preferowało ocenę na minimalnym poziomie A, w 2013 r. odsetek oczekiwań wzrósł do 33,3%, ale nadal pozostawał poniżej wskazań dla poziomu inwestycyjnego w przedziale ocen (BBB do A), zaś w 2014 r. wyniósł 36%, podczas gdy dla niższego poziomu inwestycyjnego było to 33% [Alim (ed.), 2012, s. 31; Alim (ed.), 2013, s. 21; Alim i in., 2014, s. 74–76]. Widać więc wyraźne przesunięcie preferencji inwestorów w kierunku *sukuk* charakteryzujących się niższym poziomem ryzyka kredytowego. Domniemywać można, iż wzrastająca świadomość, czy też obawa odnośnie do materializacji ryzyka kredytowego inwestycji w *sukuk*, wynikała z negatywnych doświadczeń uczestników rynku mających swe źródło w światowym kryzysie finansowym.

Zakończenie

Praktyka rynkowa wskazuje, iż uczestnicy rynku *sukuk* muszą się liczyć z możliwością wystąpienia negatywnych skutków finansowych podjętych wcześniej decyzji inwestycyjnych. Inwestując w *sukuk*, należy uwzględniać ryzyka charakterystyczne dla papierów wartościowych i specyficzne, odnoszące się do tej kategorii instrumentów. Ryzyko płynności obrotu w przypadku *sukuk* jest istotne, można jednak je ograniczać, wybierając instrumenty aktywnie handlowane na rynku wtórnym. Ryzyko stopy zwrotu z inwestycji w *sukuk* powinno być znaczące w przypadku tych instrumentów z racji uzależnienia od rentowności finansowanego projektu czy też funkcjonowania zasady dzielenia zysków i strat. W rzeczywistości jednak na rynku dominują *sukuk* o stałej stopie zwrotu, często z gwarancją odzyskania zainwestowanego kapitału. Dzieje się tak, gdyż emitenci wykorzystują różne mechanizmy czy fundusze celem upodobnienia *sukuk* do obligacji o stałym kuponie. Działania takie spotykają się z coraz szerszą krytyką szkół szariatu, gdyż minimalizują ryzyko strat, które powinno towarzyszyć inwestycjom finansowym odpowiadającym wartościom islamu.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

Kryzys finansowy spowodował załamanie na rynku *sukuk* w 2008 r. Pojawieniu się ryzyka systemowego, dotyczącego funkcjonowania światowej gospodarki i globalnego systemu finansowego, towarzyszyły negatywne skutki związane z ryzykiem biznesu, cen towarów oraz sposobu finansowania. Najbardziej jednak odczuwalne, z racji wielkości strat wynikających z upadłości emitentów *sukuk* (*Investment Dar sukuk* czy *Saad Group Golden Belt sukuk*), okazało się ryzyko kredytowe. Inwestorzy uświadomili sobie wagę i zarazem trudności z zarządzaniem tym ryzykiem.

Przeprowadzone w pracy analizy, zaprezentowane wyniki badań oraz sformułowane na ich podstawie wnioski pozwalają na pozytywną weryfikację przyjętej hipotezy. Wykazano istotność i wzrost znaczenia ryzyka kredytowego w inwestycjach na rynku *sukuk*. Podstawowym źródłem tego ryzyka jest znaczne skomplikowanie konstrukcji *sukuk*. Stwarza to problemy z właściwą oceną zagrożeń finansowanego projektu i sposobu zabezpieczenia interesu inwestorów w przypadku upadłości emitenta *sukuk*. Sposobem na redukcję ryzyka kredytowego jest wybór *sukuk* charakteryzujących się wysokim poziomem oceny ratingowej.

Bibliografia

Akkizidis I., Khandelwal S.K., *Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance*, Palgrave Macmillan, New York 2008.

Al-Bashir, Al-Amine, *Global Sukuk and Islamic Securitization Market. Financial Engineering and Product Innovation*, Brill, Leiden – Boston 2012.

Alim E.A. (ed.), *Sukuk Perceptions and Forecast Study 2013*, Thomson Reuters Zawya 2012.

Alim E.A. (ed.), *Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014*, Thomson Reuters Zawya 2013.

Alim E.A., Hasan S., Goud B., Al Ansari R., Eid Z., *Sukuk Perceptions and Forecast 2015. Beyond Traditional Markets*, Thomson Reuters 2014.

Askari H., Iqbal Z., Krichne N., Mirakhor A., *Risk Sharing in Finance. The Islamic Finance Alternative*, John Wiley & Sons Ltd., Singapore 2012.

Ayub M., *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex 2007.

Danecki J., *Podstawowe wiadomości o islamie*, Wydawnictwo Akademickie DIALOG, Warszawa 2007.

Delcambre A.M., *Mahomet. Głos Allaha*, Wydawnictwo Dolnośląskie, Wrocław 1996.

Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010.

El-Hawary D., Grais W., Iqbal Z., *Regulating Islamic Financial Institutions: The Nature of the Regulated*, "Policy Research Working Paper" 2004, No. 3227.

Greuning H., Iqbal Z., *Risk Analysis for Islamic Banks*, The World Bank, Washington 2008.

Iqbal Z., Mirakhor A., *An Introduction to Islamic Finance*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., Singapore 2007.

Jajuga K., *Koncepcja ryzyka i proces zarządzania ryzykiem – wprowadzenie*, [w:] K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

Jajuga T., *Analiza akcji. Dochód i ryzyko*, [w:] K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Kuziak K., *Pomiar ryzyka przedsiębiorstwa. Modele pomiaru i ich ryzyko*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.

Piotrowski D., *Ryzyko prawne inwestycji w sukuk*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" 2015, nr 854.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 29/11/2026 13:23:12

Saeed A., Salah O., *History of Sukuk: Pragmatic and Idealist Approaches to Structuring Sukuk*, [w:] M. Ariff, M. Iqbal, S. Mohamad (eds.), *The Islamic Debt Market for Sukuk Securities. The Theory and Practice of Profit and Sharing Investment*, Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham 2012.

Shari'a Standard No. 17 on Investment Sukuk, AAOIFI, Manama 2008.

Tariqullah K., Habib A., *Risk Management an Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*, Occasional Paper No. 5, Islamic Development Bank, Jeddah 2001.

Wilson R., *Overview of the Sukuk Market*, [w:] N.J. Adam, A. Thomas (eds.), *Islamic Bonds. Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, Euromoney Books, London 2005.

Financial Risk of *Sukuk* Investments

Sukuk form the basis for the development of the Islamic capital market. These instruments are also increasingly used in the financial markets outside the Muslim world. *Sukuk* lack an equivalent among traditional financial instruments. They may exhibit the characteristics of both debt and equity instruments. *Sukuk*, as a new category of financial assets, require a closer study and understanding of the nature of their functioning. The work aims at indicating areas creating financial risk of *sukuk* investments. The determination of the elements of the *sukuk* construction and the presentation of *sukuk* trading rules helped learn the sources of market, credit and trading liquidity risk related with these instruments. The work adopts a hypothesis: The most important source of financial risk in *sukuk* investments is credit risk. Research was conducted using critical analysis of Polish and English books, scientific articles and reports of Islamic financial market institutions. The results of the research conducted helps confirm the adopted hypothesis. The materiality and growing significance of credit risk in investments in the *sukuk* market where determined. The primary source of that risk is the complicated nature of the *sukuk* construction, creating problems with an adequate assessment of risks related with the financed project and the manner of securing the interests of investors in the case of bankruptcy of the *sukuk* issuer.

Ryzyko finansowe inwestycji w *sukuk*

Sukuk stanowią podstawę rozwoju islamskiego rynku kapitałowego. Instrumenty te coraz częściej znajdują zastosowanie również na rynkach finansowych poza obszarem świata muzułmańskiego. *Sukuk* nie posiadają odpowiednika wśród tradycyjnych instrumentów finansowych. Mogą wykazywać zarówno cechy instrumentów dłużnych, jak i udziałowych. Jako nowa kategoria aktywów finansowych wymagają bliższego poznania i zrozumienia istoty ich funkcjonowania. Celem pracy było wskazanie obszarów tworzących ryzyko finansowe inwestycji w *sukuk*. Określenie elementów konstrukcji oraz prezentacja zasad i rynków obrotu *sukuk* pozwoliło poznać źródła ryzyka rynkowego, kredytowego i płynności obrotu tych instrumentów. W pracy przyjęto hipotezę, że najistotniejszym źródłem ryzyka finansowego inwestycji w *sukuk* jest ryzyko kredytowe. Badania zrealizowano z wykorzystaniem krytycznej analizy polskich i anglojęzycznych pozycji książkowych, artykułów naukowych oraz raportów instytucji islamskiego rynku finansowego. Wyniki przeprowadzonych badań pozwoliły na pozytywną weryfikację przyjętej hipotezy. Wykazano istotności i wzrost znaczenia ryzyka kredytowego w inwestycjach na rynku *sukuk*. Podstawowym źródłem tego ryzyka jest skomplikowany charakter konstrukcji *sukuk* stwarzający problemy z właściwą oceną zagrożeń wiążących się z finansowanym projektem oraz sposobu zabezpieczenia interesu inwestorów w przypadku upadłości emitenta *sukuk*.