
ISLAMSKO FINANSIJSKO TRŽIŠTE

ISLAMIC FINANCIAL MARKET

Nemanja Budimir
Agencija za knjigovodstvene poslove²²

Sažetak

U većini Islamskih zemalja, finansijska tržišta su nedovoljno razvijena ili su se razvila do određenog nivoa. Državni vrednosni papiri koji se kotiraju u manjoj meri, predstavljaju instrumente koji sadrže kamatu. Berzanska tržišta, takođe su nedovoljno razvijena, sa aspekta Islamskih finansijskih institucija, iako takva ulaganja imaju potencijalno veći interes nego konvencionalni državni vrednosni papiri. Deonice koje su specifične za Islamske kompanije, a kotiraju se na berzama u Kairu, Ammanu i Kuvajtu, ali i mnoge druge deonice koje se nalaze u ponudi, mogu se smatrati legitimnim ulaganjima prema Islamu. Islamsko finansijsko tržište uključuje bankarstvo, tržište kapitala i osiguranja, koji su u skladu sa šerijatskim principima (zakon se temelji na Kuranu). Islamske finansije formirane su tako da izbegavaju sve ono što je zabranjeno šerijatom, a to je: riba (kamata), maisir (kockanje), i gharar (dvosmislenost).

Ključne reči: islamsko finansijsko tržište, islamske finansije, kamata, Šerijat.

Abstract

In most Islamic countries, financial markets are either non existent or have developed only to a limited extent. Government securities are traded only to a small degree, and those instruments which are marketed often carry riba. Equity markets are also underdeveloped, though from the point of view of Islamic financial institutions, such investments are of potentially greater interest than conventional government securities. The shares of specifically Islamic companies are quoted on the Cairo, Amman and Kuwait stock markets, and many of the other shares on offer could be considered as legitimates Islamic investments. The Islamic Financial Market includes banking, capital markets, and insurance that comply with *shari'a* (the code of law based on the Koran) principles. Islamic finance is structured to avoid the following, which are all prohibited under *shari'a*: *riba* (interest), *maisir* (gambling), and *gharar* (ambiguity).

Keywords: Islamic financial market, Islamic finance, riba (interest), Shari'a.

²² Stevana Prvovjenčanog bb, Telefon: +38765780224, Fax: +38751439377, E-mail: budimir.nemanja@yahoo.com

Uvod

Proces finansiranja koji se vrši emisijom vrednosnih papira u razvijenim tržišnim privredama predstavlja značajan izvor internog, ali i eksternog finansiranja. Finansijsko tržište definiše se kao mesto na kome se susreću ponuda i tražnja za finansijskim sredstvima (novcem) kao specifičnom robom. Cene na finansijskim tržištima formiraju se na osnovu ponude i tražnje i izražene su kamatom. Potrebno je naglasiti da visina kamatne stope zavisi od rizika ulaganja. Naravno, očekuje se da bude veća od kamatnih stopa koje nude komercijalne banke za depozite. Proces kupoprodaje finansijskih sredstava vrši se na osnovu obligacija ili obligacionih odnosa. Poverioci koji su izvršili investiranje svojih sredstava dobijaju potvrdu o tome u vidu obligacije (certifikat) koji nastaje prilikom uspostavljanja finansijskog odnosa i koji ujedno predstavlja vrednosni papir.

Ovde će biti prikazan i objašnjen Islamski pristup finansijskom tržištu. Najpre je potrebno ukazati na osnovne karakteristike i način funkcionisanja konvencionalnog novčanog tržišta, zatim oceniti njegovu prihvatljivost sa Islamskog stanovišta, prikazati pristup razvoju instrumenata Islamskog novčanog tržišta. Nakon upoznavanja sa Islamskim pristupom tržištu kapitala neophodno je izvršiti i kritičku analizu prihvatljivosti osnovnih instrumenata konvencionalnog tržišta kapitala.

Finansijsko tržište

Finansijska tržišta u širem smislu obuhvataju tržišta kredita, ali i međubankarsko tržište novca. Na ovom tržištu javljaju se tri vrste učesnika, a to su ponuđači, posrednici i tražioci. Kao ponuđači na tržištu se javljaju i pravna i fizička lica, koja imaju suficit finansijskih sredstava i koja ih ne žele ili nemogu uložiti u kupovinu realne imovine, ali ih ujedno ne žele ni poveriti banci u vidu depozita. Sa druge strane, kao tražioci na tržištu se mogu javiti pravna lica, a to su uglavnom deonička društva koja imaju deficit finansijskih sredstava, ali koja nameravaju da ulažu u kupovinu realne aktive ili za unapređenje sopstvenog biznisa. Naravno, između njih se može uspostaviti neposredan ili direktan odnos, ili se taj odnos može realizovati preko posrednika. Pod posrednicima, podrazumevamo različite specijalizovane finansijske institucije koje poseduju neophodna znanja i informacije o tražiocima i ponuđačima finansijskih sredstava. One vrše izbor kompanija ili projekata koje će finansirati i na taj način se vrši efikasna alokacija štednje maksimizirajući stope rasta i ostvarujući najveće zarade. Finansijska tržišta mogu da budu uređena i spontana. Naravno, sve države nastoje da svoja finansijska tržišta uredi kako bi osigurale prihvatljiv nivo javne kontrole, te sprečile moguće zloupotrebe. Ovo je posebno značajno sa aspekta stabilnosti tržišta, odnosno kako bi se izvršilo jačanje poverenja učesnika u regularnost ukupnog procesa. Upravo to je dovelo do razvoja različitih institucija finansijskog tržišta.

Finansijsko tržište olakšava proces usmeravanja štednje, i to kao osnovnog izvora finansiranja, u investicije. Takođe, poznato je da bez štednje nema investicija, a bez investicija nema ekonomskog rasta. Može se zaključiti da je izgradnja finansijskog tržišta i njegovih institucija kao pretpostavke efikasnog prikupljanja

štednje i usmeravanje ka investicijama veoma važno za privredni razvoj. Samim tim neophodno je ukazati na međuzavisnost između realnog i finansijskog sektora. Naime, bez razvoja realnog sektora nema razvijenog finansijskog sektora, kao i u obrnutim slučajevima bez razvijenog finansijskog sektora nema razvijenog realnog sektora. Sve ovo ukazuje na njihovu čvrstu međusobnu povezanost i međuzavisnost o čemu je potrebno posebno voditi računa prilikom kreiranja strategije ekonomskog razvoja (Babić, 2001).

Novčano tržište

Novčano tržište predstavlja deo finansijskog tržišta na kome se trguje žiranim novcem, kratkoročnim hartijama od vrednosti, kratkoročnim kreditima, depozitima, menicama i ostalim novčanim surogatima (Vunjak i Kovačević, 2003). Na ovome tržištu je definisan prostor za trgovanje, vreme trgovanja i uslovi obavljanja finansijskih transakcija. Potrebno je naglasiti da se na ovim tržištima praktično trguje viškovima novčanih sredstava koja se nalaze na transakcijskim računima, odnosno kratkoročnim vrednosnim papirima koje emituju ili čiju je emisiju odobrila centralna banka. Novčano tržište ima i određene karakteristike, a to su: a) odsustvo ili veoma nizak nivo rizika i b) kratak rok (trajanje može da iznosi nekoliko sati, dana, pa sve do nekoliko meseci) i visoki iznosi zajmova.

Ovo tržište formirano je kako bi se rešavalo pitanje viškova ili manjkova likvidnih sredstava sa kojima raspolazu finansijske banke, ali i druge finansijske, nefinansijske institucije, ali i građani. Novčano tržište predstavlja mehanizam uravnoteženja kratkoročne ponude i tražnje za likvidnim sredstvima, ali takođe predstavlja i jedan od instrumenata centralne banke u procesu upravljanja količinom novca koja se nalazi u opticaju. Mehanizam novčanog tržišta vlade i druge državne institucije vrše rešavanje problema neravnomernog priliva novčanih sredstava u budžet, odnosno vrše uravnoteženje budžetskih priliva. Na ovom tržištu kompanije i pojedinci vrše usklađivanje svojih portfolija preferirajući pojedine vrste likvidnih oblika svoje imovine, ali nastojeći pri tome da ostvare određene zarade. Njegov smisao jeste da pomaže drugima da održe likvidnost, ali uz istovremeno održavanje i vlastite likvidnosti (Komazec i saradnici, 2000, str. 383). Na ovome tržištu pojavljuju se različite vrste zajmovnih kratkoročnih vrednosnih papira koji predstavljaju i osnovni predmet trgovanja.

Islamski pristup novčanom tržištu

Likvidnost i profitabilnost predstavljaju dva cilja koji se postavljaju kako pred konvencionalne, tako i pred Islamske banke. Potrebno je naglasiti da za banke nije jednostavno naći ravnotežu između dva cilja koji su suprotstavljeni. Stalna potreba za maksimizacijom profita neposredno utiče na likvidnost čije dugoročno pogoršanje, može dovesti banku do stečaja. Naime, to može da dovede do konflikta između menadžmenta, koji preferira likvidnost i vlasnika, koji sa druge strane postavljaju jasne zahteve u smislu povećanja profita, tj. dividende, kao prinosa na uloženi kapital. Zbog svega ovoga, potreba za održavanjem određenog nivoa likvidnosti izražena je kako kod konvencionalnih, tako i kod Islamskih banaka. To je dovelo do razvoja

konvencionalnog tržišta sa svim instrumentima, pravilima i institucijama. Na ovom tržištu banke vrše pretvaranje sopstvenih viškova likvidnih sredstava u likvidnu imovinu koja stvara prihod, ali takođe na lakši način dolazi do novčanih sredstava što mu omogućava da na brži način rešava probleme likvidnosti.

Kada posmatramo Islamske banke u ovom kontekstu, može se zaključiti da se one nalaze u znatno nepovoljnijem položaju u odnosu na konvencionalne banke. Islamske banke nemogu da učestvuju na konvencionalnom novčanom tržištu koje je zasnovano na kamati i operacijama koje su povezane sa kamatom. Takođe, evidentna je nerazvijenost Islamski prihvatljivog novčanog tržišta, njegovih instrumenata i institucija. Samim tim, Islamske banke imaju jaku potrebu za razvojem finansijskih instrumenata koji će biti zasnovani na principima šerijata, a koji će im olakšati postizanje prethodno dva navedena cilja. Odsustvom Islamskog novčanog tržišta Islamske banke se suočavaju sa problemom držanja visokog nivoa gotovine koja ne donosi zaradu, a koju ne mogu da usmere ka depozitima ili investiraju u državne obveznice, koje su zasnovane na kamati. Može se videti da su Islamski ekonomisti svesni problema, ipak jako malo je učinjeno na praktičnom razvoju finansijskog tržišta i njegovih instrumenata. Teoretičari Islamske ekonomije pažnju su više usmeravali ka razvoju dugoročnih finansijskih tržišta kapitala, nego ka kratkoročnim finansijskim instrumentima novčanog tržišta.

Prihvatljivost finansijskih instrumenata konvencionalnog novčanog tržišta

Kada se posmatra novčano tržište Zapadnih zemalja, može se zaključiti da one koriste raznovrsne kratkoročne finansijske instrumente, a to su: državne obveznice, blagajnički zapisi centralne banke, državni blagajnički zapisi, utrživi depozitni certifikati, bankarski akcepti, aranžirani ili SVIP depoziti, aranžmani o rekupovini obveznica, komercijalni zapisi, komercijalni akcepti, depozitni računi novčanog tržišta, overdraft računi, NOW aranžmani (negotiable order of withdrawal), roll-over krediti, hedžing transakcije (terminske transakcije, opcije, svopovi, fjučersi), operacije na Eurodolar i Eurobond tržištu (Mishkin, 1997, str. 25–33).

Pored ovih postoje i drugi kratkoročni vrednosni papiri i aranžmani koji se koriste samo na određenim novčanim tržištima (primer za to je gilt-edged bonds koje se koriste na Londonskom novčanom tržištu). Pojedini vrednosni papiri predstavljaju i finansijske inovacije koje su nastale u novije vreme i to u funkciji minimalizacije i apsorpcije rizika.

Osnovna karakteristika vrednosnih papira jeste da su oni posredno ili neposredno zasnovani na kamati i operacijama koje uključuju kamatu što je po šerijatu, apsolutno neprihvatljivo. Na osnovu toga se može zaključiti da su navedeni kratkoročni vrednosni papiri konvencionalnog novčanog tržišta neprihvatljivi i nedozvoljeni, kako za operacije Islamskih finansijskih institucija na konvencionalnim novčanim tržištima, tako i za njihovo korišćenje na Islamskim novčanim tržištima (Ahmad, 1997, str. 21–44).

Finansijski instrumenti islamskog novčanog tržišta

Posmatrajući prethodno navedene instrumente, može se zaključiti da se oni u sadašnjoj i osnovnoj formi ne mogu primenjivati ni u jednoj finansijskoj instituciji koja poštuje i sledi pravila Islamskog bankarstva i finansija. Takođe, pojedini su apsolutno nepodesni za adaptaciju na Islamski prihvatljiv način poslovanja, dok bi se drugi, uz obavezna prilagođavanja, mogla učiniti kompatibilnim pravilima šerijata, a time i koristi na Islamskom novčanom tržištu. U proces adaptacije, prema pojedinim autorima, mogli bi se uključiti: utrživi depozitni sertifikati, komercijalni zapisi, bankarski i komercijalni akcepti, aranžmani o rekupovini i državni blagajnički zapisi (Ahmad, 1997, str.71–79). Za ostale se može reći da se nemogu prilagođavati. Sa druge strane, prema pojedinim teoretičarima valutni svop kao finansijski instrument sa kojim se transaktori obezbeđuju od rizika promene deviznog kursa, po šerijatu predstavljaju dozvoljeni finansijski instrument konvencionalnog novčanog tržišta (Siddigi, 2002).

Naime, može se zaključiti da je razvoj kratkoročnih Islamskih finansijskih instrumenata zasnovan na Islamskim finansijskim modelima finansiranja. Kratkoročni finansijski instrumenti koji su zasnovani na modelima finansiranja: murabaha, mušaraka, mudaraba, bai al salam, istisna i džara, predstavljaju one koji bi se mogli koristiti u operacijama na Islamskom novčanom tržištu.

Takođe, neophodno je ukazati i na opasnost od prekomerne upotrebe finansijskih inovacija na novčanom tržištu. Iako same finansijske inovacije omogućavaju veću mikro-efikasnost pojedinih finansijskih institucija, pa i banaka, one mogu imati i snažan negativan uticaj na makro sistem povećavajući rizike i dovodeći ga u stanje nestabilnosti. Potrebno je napomenuti, da su finansijske inovacije u Sjedinjenim Američkim Državama i Britaniji u velikoj meri ugrozile monetarnu politiku, ali su bile i uzrok sloma berze „crnog ponedeljka“ 1987. godine. Pod „crnim ponedeljkom“ podrazumeva se 19. oktobar 1987. godine kada je došlo do velikog berzanskog kraha kada je za 6,5 sati na Njujorškoj berzi pala vrednost akcija za preko 500 milijardi dolara. Smatra se da su glavni krivci za ovaj događaj arbitražni poslovi, odnosno korišćenje kursnih razlika između visoko-senzualnog i špekulativnog tržišta i berze u Volstritu, što omogućuje kompjuterski sistem skoro trenutno. Kao drugi krivci uzimaju se previše razmažene i neoprezne „berzanske zvezde“ koje su izgubile osećaj za realnost (Komazec i saradnici, 1998, str. 375–376). Takođe, za finansijske derivate govorilo se da predstavljaju „svetsku vremensku bombu“, a ova tvrdnja se mogla potkrepiti primerom proglašenja bankrota Orange Country, California iz 1994. godine. Dakle, Orange Country, California predstavlja jednu od najbogatijih američkih država, bila je primorana da proglasi bankrot 6. decembra 1994. godine. Sredstva koja su prikupljena emitovanjem obveznica sa prosečnom stopom povrata od 10 procenata godišnje bila su investirana korišćenjem repro aranžmana (banke najpre prodaju pa zatim ponovo vrše kupovinu državnih obveznica, što u osnovi predstavlja prelivanje slobodnih finansijskih sredstava u potencijal banke, ali ne na bazi depozita već neosiguranih poslovnih aranžmana, cena ponovne kupovine vrednosnog papira utvrđena je u momentu njegove prodaje). Sve je izgledalo uredno dok kamate nisu počele da rastu, a cene obveznica padaju suočavajući Orange fund sa gubitkom koji je

iznosio 1,5 milijardu dolara i dugom čija je vrednost bila 20 milijardi u obveznicama, od kojih su visoko rizični finansijski derivati činili 8,5 milijardi američkih dolara (Mishkin, 1997, str. 383).

Islamsko novčano tržište u praksi

Islamsko novčano tržište za sada funkcioniše samo na nacionalnom nivou. Najbolji primer zemlje koja ima organizovano Islamsko novčano tržište jeste Malezija. Na zahtev Centralne banke Malezije (Bank Negara) u januaru 1994. godine osnovano je Islamsko međubankarsko novčano tržište (Islamic Interbank Money Market- IIMM) koje pokriva tri aspekta, a to su: međubankarsko investiranje, međubankarska trgovina islamskim finansijskim instrumentima, međubankarski (ček i akreditiv) kliring sistem.

U okviru kliring sistema funkcioniše i međubankarski pool sistem sa mogućnostima beskamatnog kratkoročnog posuđivanja novca. Sve banke koje učestvuju u beskamatnim modelima finansiranja i koje imaju višak novca mogu da vrše njegovo investiranje u neku drugu banku ili finansijsku instituciju koja ima potrebe za novčanim sredstvima. Investiranje se realizuje u različitim vremenskim periodima od prekonočnog do investiranja na rok do 12 meseci, poštujući neki od beskamatnih modela finansiranja. Naravno, zavisno od perioda investiranja, i sama podela profita je različita. Kada se na primer investiranje realizuje u roku do mesec dana, profit se deli u omeru 70:30 (u korist vlasnika kapitala). U slučajevima investiranja u roku od mesec do tri meseca odnos je 80:20, a za investiranje preko tri meseca odnos podele profita je 90:10. Međutim, ukoliko se vrši analiza načina obračuna profita koji pripada vlasniku kapitala, on u velikoj meri podseća na obračun kamate konformnom metodom. Tako da formula za izračunavanje profita glasi:

$X = Prt(k) / 36.500$, gde je: X- iznos profita koji se plaća vlasniku kapitala, P- glavnica investiranja, r- stopu bruto profita (u % za godinu) preraspodele, t- broj dana investiranja, k- odnos raspodele profita (Ahmed, 1997, str. 54–59).

Takođe, potrebno je naglasiti da Centralna banka Malezije ima i pro-aktivnu ulogu u kreiranju različitih vrsta finansijskih instrumenata Islamskog novčanog tržišta. Sve one finansijske institucije koje u svom poslovanju primenjuju Islamske principe uključene su u Islamsko novčano tržište, čime one nakon perioda odsustva ili minimalnog angažmana, danas igraju veoma važnu ulogu u ukupnom novčanom tržištu Malezije. Prema podacima iz 2001. godine može se videti da je vrednost operacija na IIMM iznosile 264,6 milijardi ringita ili oko 68 milijardi eura.

Kada se posmatra kratkoročno investiranje mogu se videti tendencije rasta investiranja na rok od mesec dana u odnosu na prekonočno ili posuđivanja na rok od sedam dana. Isto tako zabeležen je i rast trgovine dugoročnim Islamskim finansijskim instrumentima. Može se zaključiti da je izvesno da postoji naglašena potreba za razvojem Islamskog novčanog tržišta i naravno veruje se da će u vreme koje dolazi doći do njegovog dinamičnog razvoja.

Tržište kapitala

Tržište kapitala predstavlja skup institucija, finansijskih instrumenata i mehanizama pomoću kojih se dugoročna slobodna sredstva štednje prenose od suficitarnih ka deficitarnim subjektima koji ulažu u fiksne fondove i opremu. Pozajmljujući na tržištu kapitala, deficitarne jedinice ulažu tako prikupljena sredstva u razvoj, što će omogućiti budući tok prihoda iz kojih će se pozajmljena ili uložena sredstva vraćati zajedno sa prinosima (kamata, dividenda i slično).

Na ovom tržištu trguje se sa finansijskim instrumentima koji imaju dospeće preko jedne godine: korporacijske obveznice, državne obveznice i obveznice lokalnih vlasti, hipotekarne obveznice i note, korporacijske deonice, dugoročni krediti. U zavisnosti od toga da li se vrednosni papiri pojavljuju prvi put na finansijskom tržištu (prodaju se od strane izdavača ili emitenata) ili se vrši promet već postojećih vrednosnih papira, razlikujemo primarno i sekundarno finansijsko tržište. Kada se vrši prodaja vrednosnih papira na primarnom tržištu kompanija u tom slučaju dobija likvidna sredstva koja služe za finansiranje sopstvenih inovacija, odnosno razvoja. Time se vrši mobilizacija decentralizovane novčane štednje stanovništva u privredne svrhe, a zahvaljujući tome ovo tržište kapitala doprinosi povećanju imovine privrede (Orsag, 1992, str.21).

Sa druge strane, na sekundarnom tržištu vrši se promet već postojećih vrednosnih papira. Kada kompanija vrši njihovu preprodaju ne dobija likvidna sredstva. Ono finansijske instrumente čini likvidnim omogućavajući njihovim vlasnicima da dođu do likvidnih sredstava. Sekundarna tržišta ne dovode do povećanja imovine privrede već samo pomaže procesu promene strukture vlasnika. Motiv aktivnosti učesnika na sekundarnom tržištu može da bude profit ostvaren prodajom vrednosnih papira pod povoljnim uslovima ili njihovom transformacijom u likvidni, odnosno novčani oblik. Na osnovu odnosa između ponude i potražnje, na sekundarnom tržištu, vrši se određivanje cene postojećih vrednosnih papira, ali na osnovu toga se utvrđuje i cena novih koje će kompanija kasnije emitovati i prodavati na primarnom tržištu. Na osnovu ovoga se na posredan način vrši određivanje i tržišne vrednosti kompanije čiji se vrednosni papiri kotiraju na sekundarnom tržištu. Može se zaključiti da cene koje su ostvarene na sekundarnom tržištu utiču i na formiranje cena na primarnom tržištu kapitala. Kada se posmatra sa stanovišta finansiranja razvoja, veći značaj ima primarno finansijsko tržište, jer se u okviru njega vrši emisija i prodaja vrednosnih papira za novac, na dugoročnoj osnovi, koji pripada kompanijama i koji se koristi za finansiranje njihovog poslovanja, ali i razvoja. Kada se posmatraju vrednosni papiri, može se zaključiti da postoji više kriterija koji se koriste za razvrstavanje vrednosnih papira, međutim, najznačajnija je podela na deonice i obveznice. Kod pojedinih vrednosnih papira kombinovane su karakteristike osnovnih, pa je došlo do razvoja hibridnih vrednosnih papira (preferencijalne deonice ili participativne obveznice), ali su nastali i izvedeni vrednosni papiri (prava, opcije, varanti i slično.). Takođe, finansijske institucije mogu vršiti prodaju i emitovanje vrednosnice koje predstavljaju sekundarne ili indirektno vrednosne papire. Sam odnos između primarnih i sekundarnih vrednosnih papira ukazuje na razvijenost finansijskog tržišta.

Islamski pristup tržištu kapitala

Kada posmatramo Islamsku ekonomiju sa njenog stanovišta nije sporno postojanje tržišta kapitala, ali ni aktivnosti koje se obavljaju na tom tržištu uz uslov da one naravno nisu u suprotnosti sa učenjem Islama, odnosno šerijatom. Sve te aktivnosti ne smeju posedovati elemente koji su zabranjeni po Islamu, jer u suprotnom oni bi se smatrali nelegitimnim i nedozvoljenim aktivnostima. U ovom delu prikazana su osnovna ograničenja ili zabrane koje opredeljuju stavove teoretičara Islamske ekonomije, kako za ocenu prihvatljivosti pojedinih konvencionalnih, tako i za samo koncipiranje Islamskih prihvatljivih finansijskih instrumenata. Možemo ih podeliti u pet osnovnih grupa:

1. Zabranjene robe, usluge i deltanosti. Islam zabranjuje proizvodnju, konzumiranje, trgovinu i druge aktivnosti sa robom i uslugama koje su štetne kako za pojedince i njegovu porodicu, tako i za društvo u celini. Na osnovu ovoga može se zaključiti da poslovi na tržištu kapitala ne mogu biti povezani sa proizvodima, uslugama i aktivnostima koje su zabranjene. Takođe, nije dozvoljeno investiranje u konvencionalne banke koje posluju sa kamatama. Islamic Fight Academy ima stav da se kod ocene prihvatljivosti pojedinih kompanija za investiranje ceni njihova pretežna, a ne sporedna, dodatna ili beznačajna delatnost.
2. Kamata. U Islamu kamata i poslovanje sa kamatom je strogo zabranjeno. Na ovaj način se nastoji sprečiti nepravda po kojoj kreditor sav rizik prenosi na dužnika što je u suprotnosti sa osnovnim učenjima Kur'ana po kojem „nema zarade bez rizika“.
3. Gharar (Neizvesnost). Kada partneri nemaju dovoljno znanja o predmetu kupoprodaje, prema Islamu takvi poslovi su takođe zabranjeni. Isto tako je i sa robom koja sadrži rizik. Cilj ove zabrane jeste da nedozvoljeni načini u sebi imaju elemente prevare, što može dovesti do nezakonitog prisvajanja tuđe imovine, odnosno do sukoba i mržnje među ljudima.
4. Zabranjeni načini trgovine. Ovo se odnosi na robu koja implicira: plaćanje cene i isporuku robe u budućnosti po ceni koja je danas utvrđena (bay-adien-bidien) (Yousif, 1999, str. 2) ili prodaju duga za dug. Sa druge strane dozvoljeni načini kupoprodaje uključuju: isporuku robe danas i plaćanje cene sutra, tj. u roku od tri do pet dana (bai'-al-hal), isporuka robe danas i plaćanje cena kasnijeg datuma (bai' muajjal) i plaćanje cene danas i isporuka robe kasnijeg datuma (bai' as-salam) (Yousif, 1999, str. 7).
5. Druge zabranjene aktivnosti. One se odnose na pitanje „krajnje namere” ili „krajnjeg korisnika” pojedinih poslovnih aktivnosti. Naravno, one će biti dozvoljene ukoliko krajnja namera nije zabranjena ili krajnji korisnik nije sporan.

Obveznice

Obveznice predstavljaju jednu vrstu zajma ili kredita. Kada uzima zajam, zajmoprimac izdaje obveznicu ili obligaciju koja služi kao potvrda da će zajmodavcu biti plaćena unapred utvrđena kamata, a glavnica će se vratiti u skladu sa utvrđenim

rokom dospeća. Po pravilu radi se o dugoročnim vrednosnim papirima, mada se oni mogu izdati i u kraćim vremenskim razdobljima. Dakle, na posuđena sredstva izdavanjem obveznica plaćaju se kamate (Orsag, 1992, str. 233). Za obveznice se može reći da predstavljaju one vrednosne papire koje svojim vlasnicima uglavnom donose fiksni prinos – kamatu, a posebno su pogodne za one investitore koji ne prihvataju rizik. Postoje i one obveznice koje mogu imati fluktuirajuću kamatnu stopu ili da čak uopšte ne sadrže kamatne kupone, međutim, to ne znači da one na posredan način ne plaćaju kamatu. Dakle, na osnovu ovoga može se zaključiti da je trgovina, izdavanje i promet obveznica zabranjen prema šerijatu, odnosno učenju Islamske ekonomije.

Deonice

Deonice predstavljaju značajan instrument tržišta kapitala i jedna je od osnovnih vrsta dugoročnih vrednosnih papira. Kao što su obveznice zajmovni ili kreditni, tako su deonice vlasnički ili korporacijski vrednosni papiri. Mogu ih izdavati samo deonička društva, odnosno kompanije. Na osnovu deonica kupci ostvaruju pravo vlasništva nad delom vlasničke glavnice deoničkog društva i ne mogu ih neposredno povlačiti iz društva. Takođe, prihode po osnovu deonica vlasnik može ostvariti i njihovom prodajom na sekundarnom tržištu. Vlasnik deonica takođe, ima pravo upravljanja deoničkim društvom. Deonice nemaju unapred određen rok dospeća, tako da predstavljaju permanentne ili trajne vrednosne papire. Mogu da glase na ime ili na donosioca. Na osnovu njih društvo prikuplja novčana sredstva za finansiranje svog razvoja, ali i redovnog poslovanja. U osnovi dele se na obične i preferencijalne ili prioritete.

Obične deonice imaju sve navedene karakteristike. Ukoliko ove akcije potiču od društava ili kompanija koje se bave dozvoljenim ili halal poslovnim aktivnostima, ukoliko su stekli svoju imovinu na halal način, ukoliko posluju na halal način, i ukoliko se promet njihovih deonica vrši na jedan od dozvoljenih načina trgovine, u tom slučaju može se zaključiti da su obične deonice i njihova tržišta u potpunosti prihvatljivi sa aspekta šerijata.

Preferencijalne ili prioritete akcije predstavljaju tipične hibridne vrednosne papire, jer poseduju karakteristike kako deonica, tako i obveznica. Ove deonice sadrže pravo naplate dividendi u određenom fiksnom iznosu, ali i pravo prvenstva naplate u postupku likvidacije deoničkog društva. Preferencijalne dividende mogu se isplatiti pre isplate običnih čime vlasnike običnih deonica dovodi u neravnopравan položaj jer je isplata običnih uslovljena isplatom preferencijalnih. Uzimajući u obzir karakteristike preferencijalnih deonica uz pomoć kojih njihovi vlasnici za sebe osiguravaju prava ostvarenja prihoda u fiksnom iznosu, a koji nije vezan za poslovni rezultat društva, elemenata sadržanih u ovoj vrsti deonice, te ujedno dovodeњem u neravnopравan položaj u odnosu na vlasnike običnih deonica, može se zaključiti da ove deonice predstavljaju neprihvatljiv finansijski instrument sa aspekta šerijata, odnosno Islamske ekonomije.

Varanti

Izdaju se vlasnicima običnih i preferencijalnih deonica i to kao prava da mogu da po unapred utvrđenoj fiksnoj ceni kupe obične deonice deoničkog društva. Uglavnom nose fiksno utvrđeno vreme u kojem se mogu iskoristiti, dok nakon tog roka pravo iz varanta prestaje. Osnovni razlog izdavanja varanta jeste povećanje atraktivnosti emisije vrednosnih papira. Prema Islamic Figh Academy varanti ne nude privilegije njenim vlasnicima u odnosu na druge deoničare, tako da su sa stanovišta Islama, oni prihvatljivi.

Opcije i fjučersi

Opcije se definišu kao pismene punomoći kojima njihov izdavalac daje kupcima pravo na kupovinu i/ili prodaju određenog paketa vrednosnih papira u određenom vremenu i po utvrđenoj ceni. Sa druge strane fjučerse definišemo kao ugovore o kupovini ili prodaji fiksnih količina određene robe, valuta ili vrednosnih papira uz isporuku određenog datuma u budućnosti po ranije utvrđenoj ceni (fiksnoj). Moramo naglasiti i to da se kod opcija plaća premija od strane kupca, dokse kod fjučersa ne plaća.

Dakle, uzimajući u obzir sve karakteristike opcija i fjučersa, može se zaključiti da sa Islamskog aspekta one predstavljaju neprihvatljive oblike trgovačkih ugovora u kojima je cena određena u sadašnjosti, dok će isporuka i plaćanje uslediti naknadno ili u budućem vremenu. Dakle, trgovanje sa ovim finansijskim instrumentima nije prihvatljivo prema Islamu.

Islamski finansijski instrumenti

Islamski finansijski instrumenti definisani su kao instrumenti koji predstavljaju deo u zajedničkom kapitalu prikupljenom za investiranje, a sve kako bi se stvorio profit, koji je izdat od strane investitora kao mudariba ili od trećih lica u njihovu korist. Takvi sertifikati su utrživi i pogodni da budu zamenjeni za likvidni novac (Hassan, 1997, str. 44).

Islamski finansijski instrumenti predstavljaju „vrednosne papire“ koje izdaju vlade i korporativni sektori druge firme u cilju privlačenje finansijskih sredstava korišćenjem novčanog ili tržišta kapitala poštujući pravila i uslove šerijata. Na Islamskom finansijskom tržištu ne mogu se koristiti instrumenti koji nisu u skladu sa propisima šerijata. Na tržištu kapitala koriste se dugoročni, a na novčanom tržištu kratkoročni Islamski finansijski instrumenti. Ovi instrumenti koji se koriste radi prikupljanja štednje razvijeni su iz dva oblika, a to su mušaraka i mudaraba, ali u današnje vreme, došlo je do razvoja i novih koji su zasnovani na nekim drugim modelima finansiranja, kao što su: salam, istis'na, ijara, qard hasan i drugi. Naravno, dozvoljena je i njihova kombinacija ukoliko time doprinose interesima poslovnih partnera. Može se zaključiti da se mudaraba završava podelom profita ili gubitka koji nastaje realizacijom određenog poslovnog poduhvata, mušaraka se može tretirati kao dugoročno investiranje, ukoliko se radi o permanentnoj mušaraci ili kao srednjoročna, ukoliko se radi o vremenski ograničenoj. Sa druge strane imamo i salam koji se može

po svojoj prirodi posmatrati kao kratkoročno investiranje. Većina Islamskih finansijskih instrumenata, zasnovana je na principu mudaraba ugovora, ona sadrže prava i odnose koji su sadržani i u mudaraba modelu finansiranja. Kada se govori o islamskim finansijskim instrumentima, potrebno je navesti i njihove osnovne karakteristike, a to su:

1. Predstavlja dokaz o vlasništvu nad neto realnom imovinom koja je nabavljena iz sredstava koji su prikupljeni emisijom vrednosnih papira.
2. Svom vlasniku daju pravo da učestvuje u raspodeli profita, naravno ukoliko on bude ostvaren realizacijom konkretnog projekta ili poslovanjem deoničkog društva.
3. Njihova vrednost ne može biti garantovana njihovom vlasniku od strane emitenta.
4. Njihov vlasnik preuzima puni rizik i kao vlasnik kapitala učestvuje u pokriću eventualno nastalog gubitka.
5. Ne mogu imati pravo na unapred određeni garantovani profit, bilo u procentualnom ili nominalnom iznosu.
6. Proces njihovog izdavanja i prometa mora da bude usklađen sa principima šerijata.
7. Realizacija posla ili projekta vrši se uskladu sa principom mudaraba poslovnog odnosa.
8. Poslovanja po mudaraba ugovoru potrebno je posebno evidentirati i odvojiti od ostalog poslovanja mudaraba. Ako se radi o banci kao entitetu finansijskih instrumenata, u tom slučaju za svaki projekat neophodno je otvoriti poseban račun, sa čijim stanjem moraju da budu upoznati svi zainteresovani, odnosno javnost ukoliko je u finansiranju učestvovao relativno veliki broj klijenata banke.
9. Utrživi su (ovo ukazuje na mogućnost i potrebu stvaranja sekundarnog finansijskog tržišta čime bi se olakšalo unovčenje finansijskih instrumenata, a njihova kupovina na primarnom tržištu učinila atraktivnijom).

Zaključak

Teoretske osnove islamske ekonomije izvedene su iz osnovnih postavki Islama koje čine tevhid, rububijet i halifat. Može se zaključiti da razumevanje i istraživanje Islamske ekonomije nije moguće bez razumevanja šerijata kao pravne osnove njenog nastanka i razvoja.

Islamske finansije razvijene su u okviru Islamske ekonomije uz poštovanje određenih ograničenja, kao što su: zabrana proizvodnje i trgovine u Islamu zabranjenih roba, usluga, delatnosti; zabrana kamate; zabrana transakcija koje sadrže visok stepen neizvesnosti; zabrana trgovine na nedozvoljen način, te drugim zabranjenim aktivnostima.

Može se zaključiti da je jedna od razlika Islamskog, u odnosu na konvencionalni finansijski sistem, sadržana u Islamskoj zabrani kamate. Sam odnos prema kamati, kada se posmatra kroz istoriju bio je različit. Platon, Aristotel su je osuđivali, a Islam, Katoličanstvo i Judaizam su je zabranjivali. Osnivači i teoretičari savremene

ekonomske nauke o kamati su imali različite stavove. Naime, Kejnz je gotovo predlagao da se kamata ukine, a da bi je teoretičari Islamske ekonomije danas, ponovo i potpuno odbacivali.

Takođe, potreba izgradnje finansijskog sistema koji će zadovoljiti potrebe Muslimanskih zemalja i pomoći u finansiranju njihovog ekonomskog razvoja, ali na način koji je prihvatljiv sa aspekta šerijata. Upravo to predstavlja jedno od važnih pitanja kojim se danas bave teoretičari Islamske ekonomije. Islamski finansijski sistem nalazi se u završnoj fazi svoje „izgradnje“. Kao što je zaključeno zasnovan je na osnovnom principu zabrane primanja i davanja kamate. Poslovna filozofija ovog sistema zasnovana je na poslovnim aranžmanima koji podrazumevaju učešće u raspodeli dobiti ili gubitka, te drugim modelima finansiranja koji su dozvoljeni prema šerijatu. Može se zaključiti da Islamski finansijski sistem, a u okviru njega i Islamsko bankarstvo koje je zasnovano na modelima beskamatnog finansiranja, i pored dosadašnjeg rasta, još uvek se nalazi u ranoj fazi svoga razvoja.

Pregled literature

- Ahmad, A. (1997). *Towards an Islamic Financial Market*. Jeddah: Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.
- Ahmed, O.B. (1997). *Islamic Financial Instruments to manage short-term excess liquidity*. Jeddah: Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.
- Babić, M. Međuzavisnost razvoja finansijskog i realnog sektora. *Banka*, 8/2001, 66–76.
- Hassan, H. H. (1997). *Flexibility of Shari'ah Principles of Finance and Resource Mobilization needs of Governments*, u Ahmad, Ausaf i Khan, Tariqullah, *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*. Jeddah S.A.: Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.
- Komazec, S., Krstić B., Živković A. i Ristić Ž. (1998). *Bankarski menadžment, upravljanje savremenim bankarstvom*. Beograd: Čigoja štampa.
- Komazec, S., Živković A. i Ristić Ž. (2000). *Poslovna politika banaka, bankarski menadžment, finansijska tržišta i berze*. Beograd: Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet.
- Mishkin, F. (1997). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Massachusetts: Addison-Wesley.
- Orsag, S. (1992). *Finansiranje emisijom vrijednosnih papira*. Zagreb: Institut za javne finansije.
- Siddigi, M. (2002). Banking on Shari'ah principles. *Middle East, Issue 325*, 214–228.
- Vunjak, N. i Kovačević Lj. (2003). *Finansijsko tržište, berze i brokeri (savremeni finansijski trendovi)*. Subotica: Ekonomski fakultet.
- Yousif, Al-K. (1999). *Financial Markets: An Islamic Perspective*. A lecture prepared for 8th Intensive Orientation Course: Islamic Economics, Banking & Finance [Seminar Proceedings]. Markfield Conference Centre, Leicestershire, UK.