

ТМГ. XXXVII	Бр. 1	Стр. 49-72	Ниш	јануар - март	2013.
-------------	-------	------------	-----	---------------	-------

UDK 336.717 : 28 + 338.124.4

Pregledni rad

Prимljeno: 03.10.2012.

Odobreno za štampu: 21.03.2013.

Srđan Marinković

Univerzitet u Nišu

Ekonomski fakultet

Niš

Ahmedin Lekpek

Državni univerzitet u Novom Pazaru

Departman za ekonomske nauke

Novi Pazar

MOŽE LI ISLAMSKI KONCEPT FINANSIRANJA BITI DELOTVORAN U PREVENCIJI EKONOMSKIH KRIZA?*

Apstrakt

Aktuelna globalna ekonomska kriza ne samo što otežava da na globalnom nivou privreda očuva rast, već predstavlja i izazov vladajućoj ekonomskoj paradigmi koja postulira da ličnim ekonomskim interesom vođeni pojedinci, kroz složene interakcije, neizbežno obezbeđuju maksimum društvenih ciljeva. U radu istražujemo koncept islamskog bankarstva i finansija, ispitujući koliko je ovaj koncept održiva alternativa konvencionalnoj, zapadnoj bankarskoj i finansijskoj praksi. Analiziramo vezu između finansijske strukture i ekonomske stabilnosti, ali i specifične finansijske aranžmane sa aspekta usklađenosti pobuda ugovornih strana. Utvrdili smo da koncept islamskih finansija ne omogućuje radikalniju reformu postojeće prakse u poslovnom finansiranju, u pravcu obezbeđenja stabilnog finansijskog sistema. Ipak, preporuka napuštanja kamatonosnih finansijskih aranžmana, kada se primeni na upravljanje javnim sektorom, dotiče gorući ekonomski problem savremenog čovečanstva, sve veći rizik od pokretanja lavine prezaduženosti javnog sektora.

Ključne reči: islamsko bankarstvo, finansijska struktura, ekonomske krize, kreditni aranžman, javni dug

srdjan.marinkovic@eknfak.ni.ac.rs

* Rad je deo istraživačkog projekta pod šifrom 179066 (*Unapređenje konkurentnosti javnog i privatnog sektora umrežavanjem kompetencija u procesu evropskih integracija Srbije*), finansiranog od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

COULD THE CONCEPT OF ISLAMIC FINANCE BE EFFECTIVE IN PREVENTING ECONOMIC CRISES?

Abstract

Current global economic crisis challenges not only the ability of global economy to maintain positive economic growth, but also the very foundations of the mainstream economic paradigm, which assumes that economically self-interested individuals, through complex interactions, inevitably ensure the maximum of social goals. The paper explores the so-called Islamic banking and finance to test its viability as an alternative to conventional, western-style, banking and finance practice. We analyze the relationship between financial structure and economic stability, as well as specific financial arrangements to address compatibility of contracting parties' incentives. We found a rather weak potential of Islamic finance to reform the predominant practice of business finance toward a safe and sound financial system. Nevertheless, the prohibition of interest-based finance, when implemented in public sector management, tackles a burning economic issue of modern world – the snowball effect of public sector over-indebtedness.

Key Words: Islamic Banking, Financial Structure, Economic Crises, Loan Agreement, Public Debt

UVOD

Aktuelna ekonomska kriza dovela je pod lupu naučne javnosti izvesne ekonomske institucije sa hiljadugodišnjom tradicijom. Ovo je slučaj sa klasičnim kreditnim ugovorom, kamatom, konceptom ograničene odgovornosti, i drugim institucijama koje posmatramo kao neizostavne elemente zrelog finansijskog i ekonomskog sistema, usavršene kroz dugu evoluciju. Sposobnost ovakvog, zrelog i sofisticiranog sistema da postigne maksimum društvenih interesa temeljeći se na ličnom ekonomskom interesu gotovo je postulirana. Periodične ekonomske krize već gotovo čitav vek zaobilaze najrazvijenije države sveta zbog čega je pozitivna ekonomska nauka bila sklona da krize objašnjava nedovoljnom sofisticiranošću konkretnih ekonomskih sistema, odnosno udaljenošću od zapadnog ideala. Aktuelna kriza je dovela pod sumnju ovakvo gledište.

Koncepti, koji inače nisu uobičajeni u klasičnim ekonomskim raspravama, posebno u neoklasičnim ekonomskim modelima, kao što su na primer etika ili pohlepa, dolaze u prvi plan. Prirodno, obnavlja se i interes sa izučavanjem potpuno drugačijih ekonomskih sistema, na primer koncepta islamskih finansija.

U ovom radu pokušaćemo da ponudimo neke argumente koji bi mogli osvetliti ekonomsku i etičku utemeljenost prava kreditora na unapred određen prinos, koji je u velikoj meri oblikovao ideal islamskih finansija. Islam oko ovog pitanja zauzima čvrst neodobravajući stav. Razmotrićemo i stavove nekih drugih monoteističkih religija, ali i analizirati alternativne finansijske aranžmane, kao s aspekta teorijske konzistentnosti, tako i s aspekta praktične primenljivosti, kako bi procenili da li koncept islamskih finansija garantuje ekonomsku stabilnost.

FINANSIJSKI FAKTORI EKONOMSKIH KRIZA

Prezaduženost ekonomskih jedinica, uz neadekvatnu ročnu i valutnu strukturu duga, u savremenoj ekonomskoj teoriji se smatra nezostavnim pratiocem ekonomskih kriza. Fišer (Fisher, 1933) je kao autor teorije o rastu realne zaduženosti verovatno među prvima naglasio da ekonomska kriza može nastati zbog toga što agregatni pad profitabilnosti, i kao posledica pad ekonomske vrednosti realne poslovne imovine, ne može biti amortizovan adekvatnim padom vrednosti finansijskih obaveza, jer su obaveze nominalno utvrđene. U svojoj teoriji autor je naglašavao deflaciju kao fenomen koji je često u prošlosti pratio silazne faze poslovnog ciklusa, kao dodatni faktor koji je dovodio do rasta realne zaduženosti. Iako su sklonost zaduživanju i rast nominalne (i realne) kreditne kamatne stope takođe uključeni u uzroke, pridavan im je sekundarni značaj. Po rečima autora, „sada sam snažno ubeđen da su dve ekonomske bolesti, prezaduženost i deflacija, kao uzroci velikih depresija bile važnije od svih ostalih uzroka zajedno“ (p. 341). Danas, autoriteti iz ove oblasti ne spore prvorazredan značaj prvog faktora u genezi ekonomskih kriza, mada izvesne analize potvrđuju da je, i pored izmenjene prirode poslovnog ciklusa, i deflacija u manje očiglednoj formi bila prisutna čak i u aktuelnoj globalnoj krizi (Shiller, 2011, p. 3)

Gledišta koja kao ključno obeležje modernih ekonomskih kriza vide nesklad u vrednosti finansijske i realne (u fizičkim oblicima) imovine u osnovi se ne razlikuju od prethodno elaborirane teorije, jer ukazuju na slične uzročnike, mehanizme i dinamiku. Naime, kako je dug jedne ekonomske jedinice finansijska imovina druge ekonomske jedinice, narastanje ukupnog duga, kao jednog oblika finansijske imovine, koje nije praćeno rastom realne imovine, svedoči o povećanju zaduženosti na nivou čitave ekonomije. I tržišna vrednost akcijskog kapitala, koja se takođe uključuje u finansijsku imovinu, takođe može beležiti rast koji nije u skladu sa konzervativno procenjenom vrednošću realne imovine, jer se na primer temelji na izuzetno optimističkim predviđanjima budućih prinosa realne imovine, ili je možda berzanskim spekulacijama ova veza prekinuta. Međutim, ovaj problem nije tako zločudan kao prethodni, jer,

osim redistribucije dobitaka i gubitka unutar investicione zajednice, obično ne uzrokuje ozbiljnije ekonomske poremećaje.

Iako je prepoznavanje pomenutih dispariteta na nacionalnom ili globalnom nivou vrlo popularan ugao posmatranja, naročito u ekonomskom žurnalizmu, za potpuniji uvid analizu je potrebno spustiti do nivoa ekonomskih jedinica. Inherentna nestabilnost tržišne kapitalističke ekonomije često je pripisivana čvrstini finansijske strukture ekonomskih jedinica (domaćinstava, finansijskih i nefinansijskih firmi, ili države). Minski (Minsky, 1995, p. 200) poznat je po specifičnoj klasifikaciji ekonomskih jedinica na spekulativne, jedinice zaštićene od rizika i tako-zvane Ponzi (Ponzi) jedinice. Ekonomske jedinice koje se finansiraju iz izvora koji imaju (kraće) dospeće od roka na koji su sredstva angažovana u različitim oblicima imovine svrstavaju se u one spekulativnog tipa. Finansijski i ekonomski rezultat koji ovakve jedinice ostvaruju na svoja ulaganja još uvek je viši od troškova finansiranja, pa se može reći da su u nepromenjenim uslovima sposobne da ostvaruju profit i očuvaju likvidnost. Međutim, pad stope prinosa, rast troškova finansiranja, ili nemogućnost da se o dospeću obnovi dug, mogu ih dovesti u zonu gubitaka i negativnog neto novčanog toka. Zbog toga se ocenjuje da ovakvim finansiranjem ekonomske jedinice spekulišu na trend kretanja kamatnih stopa. Njihov opstanak može ugroziti prisustvo sistemskih finansijskih poremećaja. Ekonomskim vokabularom bi ovakvu ekonomsku jedinicu ocenili kao sklonu nelikvidnosti, što dalje može ugroziti njenu profitabilnost i solventnost.

Pomenuti autor izdvaja kao poseban slučaj kada ekonomska jedinica na angažovana sredstva ostvaruje rezultat koji je redovno ispod troškova finansiranja. Da bi ovakva ekonomska jedinica opstala na kratak rok, neophodno je da stalno obnavlja dug, pri čemu će dug rasti i u nepromenjenim uslovima na tržištu, jer je potrebno pokrivati gubitke. Na dugi rok opstanak ovakvih jedinica nije moguć, one nestaju sa tržišta kada dug potpuno prevlada, odnosno iščezne vlasnički kapital. Ovakva ekonomska jedinica je neprofitabilna, izrazito izložena riziku nelikvidnosti i ubrzano narušava svoju solventnost.

Konačno, konzervativno finansirane ekonomske jedinice (zaštićene od rizika) opredeljuju se za izvore finansiranja čiji je prosečan rok raspoloživosti izvora finansiranja duži od roka vezivanja (angažovanja) sredstava. Kada razmatramo finansiranje realnih (nefinansijskih) ekonomskih projekata, kod kojih je značajan deo sredstava uložen u realnu (materijalnu) imovinu, idealan oblik finansiranja bi bili vlasnički izvori, ali se prihvatljivim smatraju i dugoročno raspoloživi dužnički izvori. Ovakav način finansiranja neće biti pretnja profitabilnosti, likvidnosti niti solventnosti. Čvrstina sistema zavisiće od toga u kakvoj se srazmeri u konkretnom momentu opisani koncepti finansiranja sreću u praksi.

Iako je u izloženim teorijama ponekad naglašena nominalna određenost obaveze (duga), a ponekad kamata kao faktor uvećanje (nominalne) vrednosti obaveza, zajednička za ove teorije je implikacija da preterano oslanjanje na dužničke aranžmane nosi klicu razornog sistemskog poremećaja, jer ne obezbeđuje postojan sklad između duga i resursa koji ekonomskim jedinicama stoje na raspolaganju za njegovu urednu oplatu. Iako se uvek iznova aktuelizuje, ovo zapažanje ima daleko dužu istoriju od pokušaja da se sistematski analiziraju i objasne krupni ekonomski poremećaji. Svest o ovom problemu srećemo u fragmentima tekstova starih i nekoliko milenijuma. U nastavku ćemo pokušati da izložimo stavove tri monoteističke religije o ovom pitanju.

ODNOS ISLAMA PREMA KAMATI

Sistem koji je danas poznat kao islamsko bankarstvo predstavlja savremenu verziju nastalu odabirom drevne prakse¹ čije je etičko uporište religiozno pravo. Ključni princip islamskog sistema finansiranja i glavna razlika između islamskih i konvencionalnih banaka je zabrana kamate (Siddiqi, 2008, p. 681). Kamata je u arapskom jeziku poznata pod nazivom „riba“, označava višak koji dužnik plaća poveriocu na pozajmljeni iznos, a njeno etimološko značenje je povećati, porasti ili proširiti (Xauhih, 2005, str. 48). U pokušaju da se nešto preciznije odredi ovaj koncept, nastale su i kompleksnije definicije. Na primer, Ikbal i Mirakor (Ikbal & Mirakor, 2009, p. 52) navode da se *riba* tehnički odnosi na „premiju“ koju dužnik mora platiti zajmodavcu zajedno sa iznosom glavnice kao uslov za dobijanje ili produženje zajma. Po istim autorima, najmanje četiri obeležja definišu kamatnu stopu koju islam zabranjuje: 1. pozitivna je i fiksirana *ex ante*, 2. vezana je za vremensko razdoblje i iznos zajma, 3. isplata kamate se ugovara nezavisno od ishoda poslovne aktivnosti ili namene zbog koje se pozajmljuje glavnica i 4. državni organi odobravaju i sprovode njeno ubiranje. Navedene odlike ukazuju da su pojmovi *ribe* i kamate koja se primenjuje u konvencionalnim finansijama identični. Upotreba kamate je bila deo poslovne prakse vekovima pre pojave islama, tako da je i pre nedvosmislene zabrane kamate u Kur'anu, pravo na kamatu bilo osporavano, kako u drugim religijama, tako i od strane brojnih značajnih učenih ljudi i filozofa, na primer u Aristotelovim tekstovima (Schoon & Nuri, 2012, p. 2).

Šerijatski pravници razlikuju dve vrste *ribe* (kamate): *riba al-nasi'ah* i *riba al-fadl* (Chapra, 2006, p. 8).

¹ Ključni aranžmani kodifikovani su u Hamurabijevom (Hammurabi) zakoniku.

1) *Riba al-nasi'ah* se odnosi na kamatu koju poverilac naplaćuje od dužnika uzimajući u obzir vreme za koje dužnik treba da vrati pozajmljena sredstva i ona se javlja isključivo kod pozajmica u novcu.

2) *Riba al-fadl* se odnosi na barter (razmenu jedne robe za drugu), gde se roba istog tipa razmenjuje u nejednakim iznosima i posebno se tiče razmene plemenitih metala i prehrambenih proizvoda. Po islamu, roba iste vrste ne može se razmenjivati drugačije osim promptno, u istim količinama i kvalitetu. Isto važi i za novac. Međutim, problem kod razmene robe može biti izraženiji, naročito kada je teško precizno odrediti kvalitet. Ikkal i Mirakor (2009, p. 51) navode da je Muhamed s.a.v.s. podsticao robonovčanu razmenu i tražio izbegavanje bartera, jer se na taj način izbegava nesporazum između strana u prodajnoj transakciji, odnosno opasnost da usled nejednakog kvaliteta robe jedna strana u transakciji bude oštećena.

O značaju pitanja zabrane kamate u islamu najbolje govori činjenica da se čak dvanaest stihova u Kur'anu odnosi na *ribu*, odnosno kamatu, i da se sama reč *riba* pominje osam puta (Siddiqui, 2004, p. 35). U ovom radu ćemo izdvojiti nekoliko strofa iz Kur'ana, koje dovoljno oslikavaju odnos islama prema kamati:

„Oni koji se kamatom bave dići će se kao što će se dići onaj koga je dodirom šejtan izbezumio, zato što su govorili: ‘Kamata je isto što i trgovina’. A Allah je dozvolio trgovinu, a zabranio kamatu. Onome do koga dopre pouka Gospodara njegovog – pa se okani, njegovo je ono što je prije stekao, njegov slučaj će Allah rješavati; a oni koji to opet učine – biće stanovnici Džehennema, u njemu će vječno ostati“ (sura 2, strofa 275). „Allah uništava kamatu, a unapređuje milosrđa. Allah ne voli nijednog nevjernika, grješnika“ (sura 2, strofa 276). „O vjernici, bojte se Allaha i od ostatka kamate odustanite, ako ste pravi vjernici“ (sura 2, strofa 278). „Ako ne učinite, eto vam onda, neka znate – rata od Allaha i Poslanika Njegovog! A ako se pokajete, ostaće vam glavnice imetaka vaših, nećete nikoga oštetiti, niti ćete oštećeni biti.“ (sura 2, strofa 279).

„O vjernici, bezdušni zelenaši ne budite, i Allaha se bojte, jer ćete tako postići ono što želite“ (sura 3, strofa 310).

Kur'anskih naredbi o zabrani kamate dosledno se pridržavao i poslanik Muhamed, koji je u razgovorima sa svojim sledbenicima često naglašao zabranu kamate i njenu pogubnost po čoveka i zajednicu. Praksa i stavovi o različitim verskim i socijalnim pitanjima poslanika Muhameda beleženi su u obliku hadisa, čija je važnost za sledbenike islama veoma velika, jer se njima objašnjava na koji način treba islam praktikovati, a vernicima približavaju učenja iz Kur'ana. U mnogim hadisima govori se o kamati, a u jednom od njih kamata čak svrstava u najveće i najgnusnije grehe.

Kada je krajem 19. i početkom 20. veka među muslimanima došlo do ponovnog buđenja interesovanja za islamsko bankarstvo, islamski

učeni ljudi susreli su se sa velikim brojem pitanja na koje se mora odgovoriti u skladu sa aktuelnim potrebama i okruženjem. Jedno od pitanja koje je izazivalo brojne polemike je i pitanje *ribe*, odnosno kamate. Naime, sve glasnije su bile zamerke onih koji nisu bili dovoljno upoznati sa islamskim konceptom *ribe*. Tvrdilo se da *riba* nije identična kamati koja se koristi u savremenom poslovanju. Zastupnici ovog stava naglašavali su da se pod pojmom *ribe* koju islam zabranjuje smatra samo kamata koja se naplaćuje na potrošačke kredite, kao i izuzetno visoka kamata. Hadžić (2005) navodi da zastupnici ovog stava kao argument za svoju tvrdnju naglašavaju raširenu upotrebu kamate u predislamskoj Arabiji, gde su imućniji često iskorišćavali težak socijalni položaj siromašnijih, pozajmljujući po veoma visokim kamatnim stopama. Nekada bi zaračunavanje kamate započelo tek ako dužnici nisu mogli da vrate novac u dogovorenu vreme, pa im je trebalo dodatno vreme da izmire obavezu, što im je omogućavano uz visoke kamate. Vremenom bi dug narastao, a dužnik, koji ne bi mogao da izmiri svoju obavezu, bio bi primoran da nekog člana svoje porodice preda poveriocu kao robu.

S druge strane, teza o prihvatljivosti umerene ili niske kamatne stope vrlo brzo je odbačena kao neutemeljena. Prvenstveno zbog toga što zastupnici ove teze nisu uspevali da definišu „umerenu kamatu”, odnosno da odrede optimalnu visinu kamate, koju, prema njihovom shvatanju, islam dozvoljava. Takođe, u Kur'anskoj suri 2, u citiranim strofama, jasno stoji poziv vernicima da se odreknu kamate i da će im, ako se pokaju (i odustanu od kamate), ostati glavnice njihovih imetaka, bez davanja prava na naplatu, odnosno zadržavanje tzv. umerene kamate, koju su pojedinci smatrali dozvoljenom. Stoga, svaki višak naplaćen iznad glavnice, bez obzira na vrstu kredita i veličinu viška, nedvosmisleno se može smatrati ribom, koja je Kur'anom zabranjena, pa je samim tim i kamata, koja se koristi u savremenom poslovanju strogo zabranjena.

ODNOS HRIŠĆANSTVA I JUDAIZMA PREMA KAMATI

Hrišćanstvo i judaizam, uz islam kao najmlađu, najveće monoteističke religije, takođe u svojim svetim knjigama decidirano zabranjuju upotrebu kamate. Stav ovih religija prema kamati jasno je iznet u Starom zavetu, gde se svaki prinos na pozajmljenu imovinu smatra nedopustivim. Kamata je prema ovom svetom spisu zabranjena u svakoj bilo eksplicitnoj ili implicitnoj formi. O tome svedoče sledeći stihovi iz Starog zaveta:

„Kad daš u zajam novaca narodu mojemu, siromahu koji je kod tebe, nemoj mu biti kao kamatnik, ne udaraj na nj kamate. Ako uzmeš u zalogu haljinu bližnjemu svojem, vrati mu je prije nego sunce zađe“ (Druga knjiga Mojsijeva (Izlazak), glava 22, stihovi 25–26).

„Ako osiromaši brat tvoj ...Nemoj uzimati od njega kamatu, ni dobiti; nego se boj Boga, da bi poživio brat tvoj uz tebe. Novaca nemoj mu davati na kamatu, niti mu hrane svoje pozajmaj radi dobiti” (Treća knjiga Mojsijeva (Levitska), glava 25, stihovi 35–37).

„Ko umnožava dobro svoje ujmom i pridavkom, sabira onome koji će razdavati siromasima (Priče Solumunove, glava 28, stih 8)“.

„Ko ne daje srebra svojega na dobit, i ne prima mita na pravoga. Ko ovako radi, neće posrnuti do vijeka” (Psalmi Davidovi, psalam 15, stih 5).

„[Z]alog dužniku svojemu vraća ... Ne daje na dobit i ne uzima pridavka, od nepravde usteže ruku svoju, i pravo sudi između jednoga čovjeka i drugoga“ (Knjiga proroka Jezekilja, glava 18, stihovi 7–8).

„I smislih u srcu svom i ukorih knezove i poglavare, i rekoh im: vi mećete bremena svaki na brata svojega. I sazvah veliki zbor njih radi“ (Knjiga Nemijina, glava 5, stih 7).

„Ne daji na dobit bratu svojemu ni novaca ni hrane niti i šta što se daje na dobit. Strancu podaj na dobit, ali bratu svojemu nemoj davati na dobit, da bi te blagoslovio Gospod Bog tvoj u svemu za što se prihvatiš rukom svojom u zemlji u koju ideš da je naslijediš“ (Peta knjiga Mojsijeva (Zakoni ponovljeni), glava 23, stihovi 19–20).

Poslednji stih sledbenici judaizma tumačili su kao dozvolu ubiranja kamate, što im je usled njene izričite zabrane u svim transakcijama kod ostalih monoteističkih i dobrog dela politeističkih religija dalo mogućnost da preuzmu primat, odnosno ulogu glavnih kreditora u područjima sa multikonfesionalnim življem. Iako izraz „svoj brat“ ima različita tumačenja, sledbenici judaizma su „bratom“ smatrali samo svog sunarodnika, za razliku od tumačenja hrišćanskih teologa koji su bili skloni da *bratom* smatraju bilo koje ljudsko biće. Interesantno je da se od zajmoprimca zahtevalo da pismeno izjavi da nije sledbenik judaizma, kao i da je svestan obaveze koju dobrovoljno prihvata. Takođe, prvi put se upravo u jevrejskim teološkim raspravama pojavljuje opravdanje ubiranja kamate pozivanjem na argument zajmodavčeve izloženosti riziku (Schoon & Nuri, 2012, p. 5).

Imajući u vidu da je Stari zavet jednako prihvaćen i kao sveta knjiga hrišćanske religije, moglo bi se zaključiti da je i hrišćanstvo u svojim izvornim tekstovima zabranilo svaki oblik kamate, bez obzira da li se radi o naturalnoj ili novčanoj pozajmici. Za razliku od Starog zaveta, Novi zavet, kao isključivo hrišćanska sveta knjiga, nije tako bogat navodima koji se dotiču zajma i kamate. Na primer, u Svetom Jevanđelju po Luci propoveda se milosrđe:

„I ako dajete u zajam onima od kojih se nadate da ćete uzeti, kakva vam je hvala? Jer i grješnici grješnicima daju u zajam da uzmu opet onoliko“ (glava 6, stih 34). .. „i dajite u zajam ne nadajući se ničemu, i

biće vam velika plata, i bićete sinovi najvišega, jer je on blag i neblagodarnima i zlima“ (glava 6, stih 35).

Ipak, neoprezno bi bilo samo iz ovog navoda izvući pouku o zabrani kamate. Snaga zabrane kamate u hrišćanskom svetu direktno je vezana za snagu uticaja Crkve u društvu. Kako je sa postepenim padom snage Rimskog carstva hrišćanstvo zauzimalo sve bitniju poziciju, tako je jačala i zabrana kamatonosnih transakcija. Kamatom su se bavili brojni hrišćanski učenjaci, među kojima se posebno ističe teolog i filozof Toma Akvinski (St Thomas Aquinas). Međutim, uticaj tradicionalne Crkve vremenom je postajao sve slabiji, kako zbog promena u društvu (humanizam, renesansa, otkriće novih kontinenata, uspostavljanje kapitalizma i snažan ekonomski razvoj), tako i zbog podela u samoj Crkvi (protestantizam i ostali novostvoreni crkveni pokreti). Rađanje nove klase, koja je svoje bogatstvo stvorila preduzetničkim poduhvatima, a ne nasleđem po osnovu pripadnosti plemstvu ili kraljevskoj porodici, promenilo je društvene okolnosti i kamata je postala sve prihvatljivija. Crkva se prilagođava ovim okolnostima. Javljaju se frakcije za zahtevom da se preispita zabrana kamate. Džon Kalvin (John Calvin/Jehan Cauvin), čiji su sledbenici, kalvinisti, čak počeli razvijati i sopstvene banke u Ženevi, objašnjavao je da, iako novac nema *prirodnu* osobinu da daje plodove, spojen sa ljudskim radom omogućuje uvećanje vrednosti, zbog čega zajam u komercijalne svrhe treba razlikovati od zajma siromašnim licima. Konačno, 1838. godine i Vatikan skida zabranu sa ubiranja kamate.

Stiče se utisak da je neodobravanje kada je u pitanju kamata u svetim spisima monoteističkih religija nastalo kao deo socijalne reforme. Argumenti ovog tipa najduže su se i zadržali u filozofskim i teološkim raspravama, pa čak bili ugrađivani i u pravne sisteme (odredbe o maksimalnim kamatnim stopama i slično). U modernim ekonomskim sistemima, socijalna briga preneti je na državu, koja ovaj aspekt smatra važnom sferom svog uticaja na društvo, ali po modernim shvatanjima njene uloge, država ne treba da interveniše regulišući odnose uspostavljene slobodnom voljom ugovornih strana, osim u oblasti garancije integriteta privatnog ugovora.

FINANSIJSKA STRUKTURA U NEISLAMSKIM FINANSIJSKIM SISTEMIMA

Konvencionalno kreditno (dužničko) finansiranje u neislamskim finansijskim sistemima čini samo jedan od modaliteta finansiranja, koji ima svoju alternativu u različitim oblicima vlasničkog finansiranja. Po tome ovaj oblik ne predstavlja nametnuto rešenje već izbor slobodnih ugovornih strana, pa je nedovoljno jasno zašto se osporava njegova etička osnova. Ne samo što je kreditno finansiranje jedna od mogućnosti, već je

u konvencionalnim sistemima i rado birana mogućnost. O tome svedoče podaci o finansijskoj strukturi nefinansijskih firmi (Bebczuk, 2003, p. 40). Podaci za veliku grupu razvijenih država potvrđuju da nefinansijske firme u proseku 71,1 procenat finansijskih sredstava obezbeđuju iz zadržane dobiti. Preostale izvore obezbeđuju pretežno iz dužničkih izvora (18,9%), dok se kao najmanje značajan izvor pojavljuje eksterni vlasnički kapital (9,9%). Kod analizirane grupe država u razvoju učešće zadržane dobiti je još veće (80,6%) i to pre svega na teret eksternog vlasničkog kapitala (2,5%). Finansijska teorija uspešno objašnjava ovu pravilnost. Na primer, u teoriji hijerarhije izvora finansiranja (Myers & Mujluf, 1984) navodi se da je eksterno finansiranje preskupa alternativa jer su insajderi (uprava) superiorno informisani. Međutim, problemi koji nastaju zbog ovoga mogu se uspešno ublažavati izborom onog oblika eksternog finansiranja čija je vrednost najmanje osetljiva na privatne informacije insajdera. Zbog toga dužnički izvori prethode eksternim vlasničkim izvorima, jer je vrednost vlasničke pozicije teško proceniti ukoliko se nema precizan uvid u vrednost imovine firme i njene poslovne perspektive. Kada se uz dug pripoji i kolateral, jedina briga investitora je da ispravno procene vrednost kolaterala, za razliku od vlasnika koji moraju procenjivati čitavu imovinu firme. Ponašanje ekonomskih jedinica u oblasti izbora strukture finansiranja ukazuje da se eksterni vlasnički izvori sredstava procenjuju najmanje atraktivnim. Pre nego što pribegne privlačenju vlasničkog kapitala iz eksternih izvora, firma će se oslonjati na zadržanu dobit a nedostajuća sredstva pribavljati iz kreditnih izvora.

Isti problem možemo posmatrati i iz drugačije perspektive. Različitim istraživanjima (najpre Mehra & Prescott, 1985) utvrđena je značajna i istrajna premija rizika na akcijski kapital, koja potvrđuje da je razlika između prinosa na akcijski kapital i prinosa na nerizična kreditna ulaganja postojano viša od one na koju ukazuju tradicionalni modeli ravnoteže na finansijskom tržištu. Kada se kao reper uzme vrednost dobijena modelima, može se zaključiti da je akcijski kapital potcenjen. Ova empirijski dokumentovana pravilnost potvrđuje da se statističkom promenljivošću prinosa (koja je jedini faktor u tradicionalnim modelima ravnoteže) ne mogu objasniti sve posebnosti kreditnog i vlasničkog oblika finansiranja. U teoriji korporativnih finansija ocenjuje se da su akcionari suočeni sa izuzetno otežanom zaštitom svojih prava (konflikt agenta i principala) ukoliko nemaju koncentrisanu poziciju. Izvesni autori (Shleifer & Vishny, 1997, p. 766) na pitanje kako u državama sa slabijom zaštitom prava manjinskih akcionara funkcioniše tržište akcija zaključuju da prinos na ulaganja u akcije mora biti iznad gubitaka od eksproprijacije koju čine insajderi. Zbog toga interes za akcijskim ulaganjima u ovakvim sistemima zavisi od konjunktura na tržištu akcija: intenzivira se kada je izražen trend rasta cena akcija i naglo nestaje kada dolazi do reverzije trenda. I pored toga, veliki deo transakcija se odnosi na privatizacije i

razmene blokova akcija, čime se suštinski ne radi o ulaganjima radi finansiranja, već o prinudnom akcionarstvu i promeni kontrole nad korporacijom.

Kamata kao nagrada za izlaganje riziku

Razmotrimo sada ocenu da u kreditnom ugovoru poverilac, polajući pravo na višak iznad pozajmljene sume (takozvana nejednakost suma), dobija kamatu kao naknadu za pozajmljeni novac? Šta je ekonomsko opravdanje ubiranja kamate? Kejnzovo (Keynes, 1936) objašnjenje da je kamata kompenzacija za odricanje od likvidnosti ne može se uzeti kao konačan odgovor, jer je autor ovakav zaključak izveo analizirajući isključivo kamatu na potraživanja bez rizika naplate. Na osnovu okvira analize koji je koristio ovaj autor proizilazi da je pogrešno kamatu interpretirati kao cenu (novca, niti bilo čega drugog), već kao prinos dobijen kroz razliku između terminske i spot cene potraživanja. Novac, sam po sebi, ukoliko nije predat drugome, ne donosi nikakav prinos. Novac dat u zajam različitim licima, po svim ostalim identičnim uslovima, neće nositi isti očekivani prinos, iako je priroda date stvari identična. Dakle, kamata se ne izvodi iz prirode date stvari, već prirode stvari koju treba dobiti zauzvat. Spot cena potraživanja je jednaka nominalnoj vrednosti pozajmljene sume i ona je u svim slučajevima identična. Ono što potraživanja međusobno razlikuje je njihova terminska cena, odnosno vrednost koju zajmodavac očekuje u budućnosti. Terminska cena potraživanja je neizvesna i zavisi od brojnih ekonomskih faktora: izvesnosti naplate i prinosa na čitav spektar drugih projekata raspoloživih za finansiranje. U nastavku ćemo se usmeriti isključivo na neizvesnost prinosa odabranog projekta.

Sporna je tvrdnja da zajmodavac u konvencionalnom kreditnom ugovoru ima *garantovan* povraćaj i pozitivan prinos. Ovaj element se obično netačno interpretira i koristi za osporavanje etičke utemeljenosti konvencionalnog kreditnog aranžmana. Prinos finansijera je ugovorena, ali *ne i izvesna* veličina. Kreditna potraživanja ugrožene naplativnosti realnost su savremenog bankarskog poslovanja. Gubici po osnovu nenaplativnih potraživanja često su ključni faktor smanjene profitabilnosti banaka, a ne retko i uzrok propasti banaka.

Razlika između prinosa na ulaganja kod kojih postoji rizik naplativnosti i ulaganja sa potpuno izvesnom naplatom u finansijskoj teoriji se naziva premija kreditnog rizika, i ona u ravnoteži predstavlja sadašnju vrednost anticipiranih gubitaka (Merton, 1974). Prinos koji se može ostvariti bez izlaganja riziku u ravnoteži ne postoji. Takođe, mobilizacija i alokacija kreditnih resursa ne može se obaviti bez troškova. Na taj način, veliki deo prinosa koji pripada finansijeru predstavlja različite vrste troškova, realno nastalih u obračunskom periodu ili anticipiranih

kao moguć ili izvestan rashod u budućnosti, za koje se unapred vrše rezervisanja i ugrađuju u kamatnu stopu.

Rizik i kolateral

Prethodni zaključci izvedeni su na bazi pretpostavke da zajmodavac naplatu svojih potraživanja dodatno ne osigurava ugovaranjem kolaterala. Zaista, kada se u konvencionalni kreditni aranžman uključi kolateral, nivo rizika kreditora postaje značajno niži. On se u svom ekstremu svodi na greške u adekvatnoj proceni vrednosti kolaterala.

Na mikrofinansijskom nivou kolateral igra nesporno važnu ulogu. U savremenoj finansijskoj teoriji (Stiglitz & Weiss, 1981) kolateral se smatra neizostavno važnim dodatkom klasičnom kreditnom aranžmanu, jer se ugradnjom kolaterala zajmodavcu olakšava da prepozna skrivene, privatne informacije ili planove potencijalnog zajmoprimca (engl. screening device) i podstiče posvećenost zajmoprimca uspehu projekta (engl. incentive device). Bez kolaterala, klasičan kreditni aranžman na kreditno tržište uvodi niz ozbiljnih problema; retki resursi se ne bi uvek usmeravali ka najboljim investicionim alternativama (engl. adverse selection), niti bi preduzetnici imali motiv da pozajmljena finansijska sredstva ulažu u obostranom interesu ugovornih strana (engl. moral hazard).

Međutim, na makrofinansijskom nivou praksa ugovaranja kolaterala dovodi do zanemarivanja boniteta finansiranih projekata, zbog čega kolateralom obezbeđeni projekti lako mogu postati *jedino* kolateralom obezbeđeni projekti. Kreditiranje zasnovano na kolateralu može imati i vrlo negativne socijalne implikacije. Naime, u osnovi kolateral podrazumeva da zajmotražilac već u momentu pregovora sa zajmodavcem raspolaže odgovarajućom imovinom, što sa kreditnog tržišta može u potpunosti isključiti siromašnije društvene slojeve², i blokirati razvoj novih firmi, sa vrlo nepovoljnim efektom na preduzetništvo. Zaista, kreditna podrška firmama u osnivanju je sporadičan slučaj čak i kod razvijenih finansijskih sistema. Kod ovakve klijentele banke su suočene sa nesrazmerno visokim rizikom, koji nije moguće amortizovati visokim kamatnim stopama, zbog nepovoljnog efekta visokih kamatnih stopa na naplativnost zajma, niti pojačanim angažmanom u praćenju projekta, jer banke za takav angažman nemaju odgovarajuće osoblje. U eksternom pribavljanju potrebnog kapitala ovakve firme upućene su na specifičan mehanizam, tzv. tržište rizičnog kapitala (engl. venture capital, private equity). Međutim, finansiranje na

² Чанпа (2000) navodi da je 1994. godine u Pakistanu čitavih 56 procenata sredstava prikupljenih od uloga 28,4 miliona deponata usmereno na kreditiranje svega 4.703 privilegovana dužnika.

ovom segmentu finansijskog tržišta odvija se u formi *ad hoc* konzorcijuma, a ne organizacija sa dobro diversifikovanom investicionom delatnošću, koja je inače ključ stabilnosti tradicionalnih finansijskih posrednika, kao što su banke (Diamond & Dybvig, 1983). Međutim, ugovaranje kolaterala nije praksa potpuno nepoznata i u islamskim finansijskim aranžmanima.

Imajući u vidu uticaj kolaterala na ublažavanje rizika zajmodavca, može se činiti da je uticaj rizika ugrožene naplativosti precenjen u kamatnoj politici banaka, odnosno, da su kamatne stope koje zajmodavci ugovaraju na zajam previsoke. I u svakodnevnom životu se srećemo sa ovom primedbom, veoma često na čvrstim osnovama. Ovaj problem posebno je izražen u onim finansijskim sistemima u kojima nisu adekvatno razvijene alternative klasičnom kreditnom finansiranju, a raširena praksa ugovaranja kolaterala pomera ograničenja rastu kamatnih stopa. Na visinu kamatnih stopa može uticati i obim javnog duga, na šta ćemo se vratiti kasnije.

Ipak, ako su kreditne kamatne stope previsoke, onda bi to dovelo do „previsoke“ profitabilnosti banaka. Sloboda kretanja kapitala dovodi do toga da se stope prinosa ujednačavaju, pa prinos na ulaganja u akcije banaka dugoročno ne može prevazilaziti prinos na akcije kompanija iz drugih delatnosti. Ako se to privremeno i dogodi, slobodno tržište kapitala omogućiće zainteresovanim učesnicima da steknu poziciju akcionara banke, pa će i „društvena nepravda“ biti ispravljena.

ISLAMSKI PREDLOG FINANSIJSKE STRUKTURE

Zabrana kamate, onako kako je promovisana u islamskom konceptu, u osnovi predstavlja zabranu konvencionalnog kreditnog aranžmana. Na taj način finansijska struktura je svedena gotovo isključivo na vlasničke modalitete finansiranja. U konceptu i praksi islamskih finansija poznati su i izvesni modaliteti dužničkog finansiranja, ali sa teorijskog aspekta nemaju veći značaj, jer su zasnovani na konceptima poznatim u konvencionalnim finansijama (naturalna pozajmica, lizing, koncesije i drugo), i opšta je ocena da po svojim obeležjima ne isključuju fiksni prinos finansijera, nominalnu vrednost obaveze, niti dodatna obezbeđenja naplate (Zeher & Hassan, 2001, p. 160).

Aranžmani kojima se u samom paradigmatom konceptu islamskih finansija pripisuje najznačajniji potencijal reforme finansijske strukture u osnovi predstavljaju nešto modifikovane varijante poznatih modaliteta vlasničkog finansiranja. Izdvajaju se dva aranžmana sa zajedničkom osobinom da uključuju podelu profita i gubitka između finansijera i preduzetnika (u nastavku ćemo ih označavati sa PLS). Daćemo kraća objašnjenja ovih aranžmana koristeći nazive za njihov

konvencionalni ekvivalent i engleske transkripte originalnih naziva. *Agentski aranžman* (mudarabah) podrazumeva ugovorni odnos u kome jedna strana, finansijer, obezbeđuje „sav“ potreban kapital, dok druga strana projektu posvećuje veštinu upravljanja. Oba ključna resursa dobiće nagradu koja zavisi od „zajednički“ ostvarenog rezultata, srazmerno unapred definisanom ključu za raspodelu. Finansijski gubitak ići će na teret isključivo finansijera, dok će preduzetnik (agent) ostati bez nagrade za uložene radne napore, pa će time svaka strana izgubiti upravo ono što je i angažovala u projektu.

Za razliku od prethodnog, kod aranžmana *zajedničkog ulaganja* (musharakah) obe strane obezbeđuju potrebna finansijska sredstva, pa se ovde preduzetnik pojavljuje i u ulozi kofinansijera. I u ovom slučaju ekonomski rezultat deli se na osnovu unapred definisanog ključa, koji predviđa deo za preduzetničke aktivnosti i deo za angažovan kapital, srazmerno finansijskim ulaganjima.

Struktura raspodele u islamskom i konvencionalnom finansijskom aranžmanu

Etička pozadina finansijskih aranžmana karakterističnih za islamsko bankarstvo je dovesti u *direktnu* vezu prinos na kapital uložen u preduzetnički projekat sa rezultatom finansiranog projekta. Etičnost ovakvog sistema raspodele zaslužuje dalje razmatranje.

U konvencionalnom kreditnom aranžmanu zajmodavac za sebe ugovara prinos koji nije direktno određen rezultatom projekta (već rizikom projekta), dok *sav rezidual pripada preduzetniku*. Zbog jednostavnosti, pretpostavićemo da je prinos finansijera definisan fiksnom stopom u odnosu na uloženi kapital, i da je projekat finansiran vlasničkim ulogom preduzetnika i kreditom. Za sva buduća stanja (vrednost poslovne imovine) koja zadovoljavaju uslov da se likvidaciona vrednost imovine posvećene projektu zadrži iznad potraživanja po kreditu, prinos finansijera ostaće nominalno nepromenjen. Međutim, za buduća stanja koja podrazumevaju likvidacionu vrednost koja ne dostiže vrednost potraživanja, finansijer će beležiti gubitak i to srazmeran negativnoj razlici između likvidacione vrednosti imovine i vrednosti potraživanja. Naravno, kreditor će pokušati da blagovremenom intervencijom spreči da dođe do ovog nepovoljnog razvoja okolnosti. Preduzetniku (zajmoprimcu) će sa druge strane pripasti sva razlika između likvidacione vrednosti imovine i nominalne vrednosti duga, dok će zbog ograničene odgovornosti biti oslobođen pokrivanja gubitaka za buduća stanja u kojima vrednost imovine ne dostiže vrednost duga. Dakle, obe strane su izložene riziku, ali im pozicije nisu simetrične. Kod islamske verzije zajedničkog ulaganja (*musharakah*) pozicije ugovornih strana bile bi simetrične da aranžman ne uključuje fiksnu stopu učešća u raspodeli po osnovu preduzetničkog angažmana. Izvesna asimetričnost potiče od

činjenice da se ključ za podelu pozitivnog rezultata razlikuje od ključa po kome negativan rezultat tereti pozicije ugovornih strana. Međutim, islam radne napore i kapital posmatra kao ravnopravne ekonomske resurse, uvodeći ekvivalenciju između realnih gubitaka na kapitalu i izostanka nagrade za angažovan rad. Zbog toga pomenuta asimetričnost postoji samo ukoliko ostajemo na poziciji konvencionalne osnove prosuđivanja.

Uočavamo da *fiksni elementi* nisu isključeni ni kod aranžmana koji se zasnivaju na podeli profita i gubitka. Kod agentskog aranžmana ključem je određeno učešće menadžerskog rada u raspodeli (ukupnog prihoda ili profita), dok ostatak pripada finansijeru. Kod islamskog aranžmana zajedničkog ulaganja takođe je fiksno utvrđeno učešće menadžerskog rada, dok ostatak pripada finansijerima srazmerno ulaganjima. Nagrada za upravljanje projektom može se posmatrati kao menadžerska zarada, koja je u celini sačinjena od varijabilnog dela. Varijabilnost ove nagrade dobija se kao efekat primene fiksne, unapred utvrđene stope na iznos poslovnog rezultata, koji je po prirodi varijabilan.

Deo koji pripada strani koja ulaže isključivo kapital određen je stopom u svim slučajevima. U slučaju konvencionalnog kreditnog finansiranja stopa (fiksni procenat) primenjuje se na (izvestan) iznos ulaganja ovog aktera, dok se u drugom slučaju primenjuje na (neizvestan) iznos rezultata. Međutim, poslovni rezultat je daleko neposrednije određen preduzetničkim naporima, pa ukoliko poslovni rezultat posmatramo kao ishod menadžerskog angažmana, ostaje nejasno zašto bi se nagrada finansijera određivala u odnosu na element za koji on direktno nije zaslužan. Dakle, ključ za raspodelu profita implicitno priznaje da i onaj akter koji nije uključen u upravljanje projektom polaže pravo na rezultat. Čime se onda može opravdati učešće investitora u profitu? Ako je to izlaganje riziku, onda se u svojoj osnovi islamski koncept ne razlikuje od konvencionalnog; rezultat se deli saglasno izloženosti riziku. Videli smo da je visina kreditne kamatne stope određena isključivo rizicima i troškovima.

Nagrada i efekti menadžerskih napora

Struktura (ključ) raspodele utvrđuje se 1) *u direktnim pregovorima* između preduzetnika i finansijera, 2) *kod iniciranja* aranžmana tako da *važi sve do okončanja* projekta. Svi naglašeni elementi mogu ozbiljno ugroziti etičnost aranžmana. Najpre, eventualna dominacija finansijera u pregovorima dovela bi do nametanja nepovoljnog ključa preduzetniku, slično ugovaranju kamatne stope kod kreditnog aranžmana. Pored sporne etičnosti, ovaj problem bi pratila i posledice u funkcionisanju sistema finansiranja. Pod pretpostavkom da finansijer nije u stanju da precizno odredi preduzetničke kompetencije i bonitet predloženih projekata, jedinstveno definisan ključ bio bi nepovoljan za preduzetnike sa natprosečnim kompetencijama (ili bonitetom projekta), zbog čega bi oni odustajali, dok

bi isti ključ bio i dalje dovoljno stimulativan za manje kompetentne. Zbog toga bi se finansirali manje kvalitetni projekti i preduzetničke ideje. Ukoliko bi na bazi iskustva finansijer prepoznao pogoršanje kvaliteta projekata, mogao bi reagovati daljim smanjenjem učešća preduzetnika, što bi aktiviralo sledeću sekvencu uzajamnog obaranja kvaliteta i učešća. Ovaj efekat je poznat kao uravnoteženje tržišta za poznat prosečan kvalitet dobra (Spencer, 2000, p. 11).

Kako se učešće preduzetnika utvrđuje kod iniciranja aranžmana, čak i da se fer proceni, određuje se verovatno na minimalnom nivou njegovih kompetencija u životnom veku projekta. Iskustvo sticano vođenjem projekta prirodno bi podiglo nivo kompetencija preduzetnika. Ako se i struktura raspodele kontinuirano ne prilagođava evoluciji preduzetničkih kompetencija, adekvatna nagrada preduzetniku za unapređene kompetencije bi u potpunosti izostala. Ovaj resurs bi ostao neadekvatno nagrađen, sa svim negativnim efektima na motivaciju.

Primena unapred definisane i rigidne strukture raspodele remeti njenu postuliranu etičnost. Etički ideal postigao bi se kada bi se svaki resurs pojedinačno nagrađivao prema svom doprinosu rezultatu. Kako doprinos menadžerskog rada varira u kontinuitetu, što nije slučaj sa doprinosom kapitala, prirodno je i da se struktura raspodele neprekidno prilagođava promenjenom relativnom doprinosu oba faktora. Suprotno analiziranim islamskim aranžmanima, njihovi konvencionalni pandani ugrađuju mehanizme kojima se nagrada za preduzetnički angažman usklađuje sa doprinosom. Najpre, menadžer nije vezan za projekat njegov čitav životni vek, što omogućuje da se na slobodnom tržištu menadžerskog rada kontinuirano reevaluiira doprinos i nagrađuje kompleksim šemama, koje mogu uključivati kombinacije fiksnih i varijabilnih novčanih nagrada, druge stimulativne finansijske pakete (npr. opcije na akcije) i nenovčane oblike nagrade. Ovo važi za strukturu raspodele između vlasnika kapitala i menadžera. Struktura raspodele između vlasnika kapitala i poverilaca još je jednostavnija jer uključuje mehanizam automatskog usklađivanja, kojim se svaki poslovni dobitak iznad minimalnog (definisan kamatom) usmerava vlasniku–preduzetniku, dok onaj na i ispod minimuma u celini pripada poveriocima. Definisane minimalno prihvatljivog rezultata ima vrlo važnu ekonomsku funkciju, jer se time retki ekonomski resursi društva usmeravaju izvan najmanje efikasnih alternativa upotrebe.

U islamskim aranžmanima podele profita i gubitka procentualno učešće menadžerskog rada u raspodeli rezultata poslovanja ostaje fiksno za čitav životni vek projekta, pri čemu menadžer ostaje do kraja vezan za projekat, koji se može okončati jedino dobrovoljnom likvidacijom. Za razliku od toga, kod konvencionalnog kreditnog aranžmana nagrada ovom ekonomskom resursu u potpunosti direktno varira od rezultata projekta. Da li je zbog toga pozicija preduzetnika u kreditima

finansiranom projektu nepovoljnija? U konačnom, kod *PLS* aranžmana prinos finansijera će zavisiti od kvaliteta resursa koji on sâm nije posvetio projektu. Ovakvoj strukturi raspodele bi po zapadnim standardima poslovne etike bila osporavana etičnost. Stopa prinosa, dakle, ne bi zavisila od kvaliteta resursa koji je posvećen projektu. Ako sagledavamo poziciju menadžera projekta, uočavamo da je u oba sistema visina nagrade za uložene resurse promenljiva i zavisi od ostvarenog poslovnog rezultata, s tom razlikom što je kod konvencionalnog kreditnog finansiranja nagrada menadžera projekta neizvesna i u pogledu stope učešća, dok je kod *PLS* aranžmana ona unapred definisana ključem koji važi čitav vek projekta. Relativni doprinos oba ekonomska faktora rezultatu se vremenom drastično može menjati. Nema osnova da uvećanje (kao ni umanjenje) rezultata koje eventualno nastaje vremenom pripisemo kao doprinos uloženom kapitalu, već isključivo menadžerskim naporima. I pored toga, kapitalu će pripasti deo uvećanog rezultata, na teret nagrade menadžeru projekta. Zbog toga će se i prinos finansijera na iste sume uložene u različite projekte ključno razlikovati. Ukoliko se radi o suštinski vlasničkim ulaganjima, ovo i nije toliko neprirodan odnos stvari, jer se i rizik ulaganja radikalno može razlikovati. Ali ako *PLS* uključuje i neke elemente koji smanjuju rizik finansijera, na primer kolateral, pozicija finansijera približava se poziciji kreditora, rizik se značajno umanjuje, i čitav sistem raspodele pada pod još oštriju kritiku etike.

Postavimo problem i na sledeći način. Uvećanje prihoda finansijera nastalo je zbog primene očigledno neadekvatnog, anahronog ključa, koji je razvoj opisanih okolnosti učinio nepoštenim pravilom nagrađivanja. Čime je finansijer zaslužio uvećanje nagrade? Očigledno dobrim izborom ulaganja. U neislamskim finansijskim sistemima društva za upravljanje investicionim fondovima polažu prava na naknadu u fiksnom iznosu od vrednosti ulaganja, što znači da sam izbor ulaganja, bez učešća u upravljanju projektima, predstavlja ekonomsku vrednost prepoznatu u zapadnim ekonomskim sistemima³. Kada na ovaj način izvršimo dekompoziciju, izgleda da se islamski i konvencionalni koncept ne razlikuju dovoljno čak ni da zasluže posebne nazive.

Ovo znači da je ključ za raspodelu utvrđen tako da dovodi do prelivanja nagrade sa preduzetnika na finansijera. Ovo se može oceniti osnovnim razlogom zbog koga čak i u islamskim finansijskim sistemima preduzetnici-početnici koji veruju u svoje projekte radije pribegavaju konvencionalnim kreditnim aranžmanima. Kako je isto opredeljenje

³ Takozvani tekući troškovi, koji padaju na teret ulagača u otvorene investicione fondove koji ulažu u akcije, a koji predstavljaju naknadu društvu za upravljanje po osnovu izbora ulaganja, administrativne, računovodstvene i druge usluge, u SAD su 2009. godine iznosili svega 0,86 procenata ulaganja (Investment Company Institute, 2006, p. 3).

primećeno i kod zrelih firmi, krajnji efekat je da kvalitetniji preduzetnici i ideje zaobilaze islamske modalitete vlasničkog finansiranja, a čitav sistem postaje jako osetljiv na manipulacije. Iskustva u početnoj primeni agentskog aranžmana u Pakistanu upravo su dokazala takve razmere delinkvencije da ih možemo smatrati sistemskim obeležjem (Zaher & Hassan, 2001, p, 171).

Možemo zaključiti da je zbog specifičnih problema sa kojima se islamski PLS koncept sreće u implementaciji briga da se uspostavi ravnopravnost u raspodeli između dva ključna ekonomska resursa dovelo do narušavanja srazmere između vrednosti nagrade i uloženi naporu upravo kod onog resursa za čiji je status islam posebno zainteresovan.

Pomenuti argumenti ukazuju da temeljni aranžmani islamskih finansija ne garantuju sklad interesa finansijera i preduzetnika, efikasnu kontrolu na mikroekonomskom nivou, niti efikasnu alokaciju resursa. U nastavku ćemo se osvrnuti i na argumente koji ukazuju da sa ovakvim obeležjima predloženi ideal islamskih finansija ne garantuje bolje rezultate ni u domenu ekonomske stabilnosti.

Islamski koncept i ekonomska stabilnost

Dominantno vlasnički karakter ulaganja, koji promovise islamski koncept, ali i dužnički oblici finansiranja vezani za konkretnu aktivu, zaslužni su za izvesne prednosti koji ovaj koncept ima kada je u pitanju stabilnost kao parametar kvaliteta finansijskog sistema. Aranžani izvedeni iz teorijskog ideala obezbeđuju sklad između roka raspoloživosti izvora i roka vezivanja sredstava, pa je rizik likvidnosti ovde gotovo isključen. Odliv novca koji nastaje po osnovu vlasničkog finansiranja pojavljuje se u formi učešća u dobiti (dividende i slično), pa je samim tim obim ovog odliva direktno određen ostvarenom dobiti (Ikbāl & Mirakor, 2009, p. 124). Odliv po osnovu povlačenja uloga finansijera je isključen, ne može biti uzrok već samo posledica likvidacije projekta. Ipak, specifične odredbe dozvoljavaju finansijeru da zahteva isplatu svog uloga iz kolaterala ukoliko se utvrdi da preduzetnik ne koristi sredstva u skladu sa dogovorom.

Međutim, glavne nedostake islamskog koncepta otkrivaju problemi koje srećemo u njegovoj praktičnoj primeni. Brojnim istraživanjima (Zaher & Hassan, 2001; Sunderarajan & Errico, 2002; Siddiqui, 2008) utvrđeno je da se u praksi vrlo retko koriste upravo oni aranžmani koji najbliže predstavljaju ideal islamskih finansija. Nije jasno u kojoj meri je zanemarenost ključnih aranžmana posledica slabog interesa finansijera, a u kojoj meri oni ne odgovaraju preduzetnicima, ali je svakako istraživanjima preferencija bankarskih klijenata (Khan, 1995; Metawa & Almosawi, (1998) dokazano da problem postoji i na strani tražnje.

Kod agentskog aranžmana problem odabira pravih projekata za finansiranje i problem pojačane sklonosti riziku koji se javlja kod

preduzetnika čiji je projekat finansiran izrazito su intenzivirani, što se smatra ključnim za to što je ovaj aranžman do danas ostao na nivou teorijske spekulacije, bez gotovo ikakve primene. Dakle, uzrok bi ovde svakako bio smanjen interes finansijera.

Obeležje aranžmana o zajedničkom ulaganju da se jednom utvrđen ključ za raspodelu ne može menjati sve do likvidacije projekta, isključuje reinvestiranje dobiti kao potencijalno značajan izvor finansiranja, posebno za mlade firme. Iz istog razloga bilo kakva naknadna ulaganja u projekat nisu izvodljiva (Khan, 1995, p. 41). Zbog toga, na početku uspostavljena finansijska struktura ostaje u primeni sve do okončanja projekta. Nefleksibilnost finansijske strukture posebno ograničava dinamične, odnosno razvojno orijentisane firme. Izvesne modifikacije u pravcu postepenog otkupa učešća finansijera od strane preduzetnika (engl. *diminishing musharakah*) umanjile bio ove probleme, ali bi ujedno izostale i temeljne prednosti koje potiču od trajnog karaktera ulaganja, jer bi pozicija finansijera sada dobila i obeležja potraživanja, ukoliko se otkup učini obaveznim za preduzetnika, ili, ukoliko se definiše kao njegovo pravo, oštećeni bi bili interesi finansijera, jer bi bio prinuđen da napušta profitabilne projekte.

Poseban aspekt problema ekonomske stabilnosti izveden je iz finansijske stabilnosti islamskih banaka. Islamske banke se od konvencionalnih razlikuju i po načinu pribavljanja sredstava. Islamski koncept uvodi jednu specifičnu novinu, tzv. „investicione depozite“. Konkretno, ulagač banci poverava sredstva koje banka sa potrebnom brigom ulaže za njegov račun. Ovo je aranžman gotovo identičan opisanom agentskom aranžmanu, s tom razlikom što na ovaj način banka predstavlja agenta, koji pribavlja sredstva i ulaže ih po svojoj proceni.

U teorijskim modelima banaka (Diamond, 1984) postulira se da deponenti nemaju kompetencije niti interes dovoljan da se aktivnije uključe u analizu ekonomskih projekata, pa prenose ovaj zadatak na banku. Banka predstavlja investitora specijalizovanog za izbor projekata za finansiranje. Da bi privukla sredstva od lica koja ne mogu imati uvid u način na koji banka njihov novac investira, mora im ponuditi ugovor koji im garantuje privilegovano pravo na momentalno povlačenje uloga (često uz dodatne eksplicitne garancije naplativosti). Ignorišući ove činjenice, islamski koncept zastupa ideju da ulagač i banka partnerski dele rizik i prinost od finansiranih projekata. I u ovom slučaju na konceptualne manjkavosti ukazuje upravo konfuzija u praktičnoj implementaciji. Na primer, u Turskoj investicioni depoziti uživaju tretman vlasničkih ulaganja kod primene politike obaveznih rezervi likvidnosti, pa su po tome izuzeti kod proračuna osnovice, iako su, ukoliko je ulagač fizičko lice, potpuno pokriveni eksplicitnim osiguranjem depozita, što znači da u ovom slučaju uživaju tretman depozita kao specifične obaveze banke (Okumuş, 2005, p. 56).

Dva osnovna ishodišta efikasnosti pa samim tim i stabilnosti banaka su diversifikacija (izvora i plasmana) i superiorna ekspertiza u proceni boniteta projekata. Izvan kreditnog posredovanja ova dva argumenta dolaze u konflikt jedan sa drugim. Naime, visok stepen diversifikacije ne može se obezbediti ukoliko se od finansijera očekuje da istovremeno usko prati i učestvuje u upravljanju projektima.

Još jedan aspekt islamskog koncepta značajan je za implikacije na ekonomsku stabilnost. Negativan stav prema kamati u finansiranju preduzetničkih poduhvata islam proširuje i na kamatu na finansijske instrumente javnog duga. Stav o javnom dugu je ono obeležje ovog učenja sa kojim bi se najlakše mogli složiti i teoretičari zapadne provenijencije.

U teoriji finansijskog tržišta poznato je obeležje prilagođavanja kamatnih stopa na privatni i javni dug. Preko tzv. Arbitražnih relacija, kamatna stopa na javni dug podiže kamatnu stopu koju privatni sektor mora platiti. Samo na osnovu pomenute veze može se zaključiti da neodgovorno ponašanje savremenih država može biti jedan od glavnih generatora visokih kamatnih stopa. Zbog predimenzionirane javne potrošnje privatni proizvodni sektor dovodi se u nepovoljan položaj, bilo direktnim poreskim zahvatanjima, istiskivanjem sa finansijskog tržišta preko pomenutog mehanizma ili narušavanjem monetarne, pa čak i političke stabilnosti. Da bi se celovitije sagledao ovaj problem, u analizu treba uključiti i monetarnu politiku. Ekspanzivna monetarna politika, na primer, preko operacija na otvorenom tržištu obara cenu deficitnog finansiranja budžeta, ali kao posledicu stvara inflaciju, pri čemu monetarne intervencije na tržištu javnog duga ponekad dobijaju takve razmere da se nameće pitanje da li se na ovaj način samo prikriva „ogoljena“ monetizacija javnog duga. Na primer, krajem 2010. godine preko 45 procenata javnog duga ove države nalazio se u posedu centralne banke (Sistem federalnih rezervi) i raznih državnih fondova (Маринковић, 2011, str. 52). Pomenuti problemi mogu se umanjiti ukoliko se država finansira izvan nacionalnih granica, ali tada problem samo menja oblik i često dobija daleko veće razmere. Na primer, zbog neodgovorne fiskalne politike, Grčka je 2011. godine po osnovu kamata isplatila oko 30 procenata svojih ukupnih javnih prihoda, i dovela u pitanje svoju ekonomsku i političku nezavisnost. Zbog vrlo neefikasne kontrole vlasti države u razvoju su još i osetljivije na ovaj problem⁴.

⁴ Na primer, Pakistan je 1998. godine za servisiranje dugova izdvojio čak 46 % budžeta, za odbranu 24 %, za administraciju 12%, a svega 18% za razvoj i unapređenje uslova života, odnosno za obrazovanje, zdravstvo i infrastrukturu (Chapra, 2000, p. 9).

ZAKLJUČAK

Jedan od problema koje islam vidi u konvencionalnom kreditnom ugovoru je odnos između prinosa koji pripada finansijeru projekta i prinosa koji pripada preduzetniku. Islamski teoretičari vide kao poželjan pravac društvene reforme uspostavljanje pune ravnopravnosti između ekonomski nejednakih ugovornih strana. Uvažavanje ekonomske nejednakosti, pre svega nejednake informisanosti (i kompetencija) ekonomskih aktera, temeljna je pretpostavka savremene ekonomske paradigme, a brojne ekonomske institucije nastale su kao odgovor na ovaj problem. Kreditni ugovor je i nastao kao odgovor na problem superiorne informisanosti agenta u odnosu na principala. Specifični vlasnički modaliteti finansiranja, koje zagovara islamski paradigmatički koncept, u praksi nisu masovnije zaživeli jer ostaju manjkavi u pogledu zaštite interesa obe ugovorne strane. Interes finansijera je narušen zbog intenziviranih problema nepovoljnog izbora (engl. adverse selection) i pojačane sklonosti preduzetnika ka riziku (engl. moral hazard), dok je interes preduzetnika narušen zbog nefleksibilnosti finansijske strukture i sistema raspodele koji ne omogućuje da se nagrada za menadžerske napore fleksibilno prilagođava doprinosu koji ovaj resurs daje zajedničkom rezultatu. Slične probleme nailazimo i u konceptu finansiranja islamskih banaka. Na osnovu iznetog zaključujemo da je reformistička uloga islamskog koncepta u oblasti finansiranja privatnog sektora vrlo slaba. Reforma kojom bi se ukinula jedna postojeća mogućnost i ostavila samo druga mogućnost u osnovi predstavlja smanjenje slobode izbora. Sa druge strane, iako radikalna, odnos islama prema javnom dugu prepoznaje značaj epidemije javnog duga kao gorućeg problema modernih ekonomija.

LITERATURA

- Bebczuk, N. R. (2003). *Asymmetric information in financial markets: Introduction and applications*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Chapra, U. (2006). The nature of riba in Islam, *Journal of Islamic Economics and Finance*, 2(1), 7–25.
- Chapra, U. (2000). Why has Islam prohibited interest? Rationale behind the prohibition of interest. *Review of Islamic Economics*, 9, 5–20.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51(3), 393–414.
- Diamond, D., & Dybvig, P. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419.
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1(4), 337–357.
- Hadžić, F. (2005). *Islamsko bankarstvo i ekonomski razvoj*. Sarajevo: Ekonomski fakultet u Sarajevu.
- Investment Company Institute. (2010). Research fundamentals: Trends in the fees and expenses of mutual funds, 2009, 19(2), 1–12.

- Iqbal, M., & Mirakhor, A. (2009). *Uvod u islamske financije: Teorija i praksa*, Zagreb: Mate.
- Keynes, J. M. (1936) 1973. *The general theory of employment, interest and money*. London: The Royal Economic Society.
- Khan, T. (1995). Demand for and supply of mark-up and PLS funds in Islamic banking: some alternative explanations. *Islamic Economic Studies*, 3(1), 39–77.
- Kur'an (1992). Prevod Korkut, B. Kompleks Hadimi-l-Haremejn-š-Šerifejni-l-Melik Fahd za štampanje Mushafi Šerifa u Medini Munevveri, Medina Munevvera, Saudijska Arabija
- Маринковић, С. (2011). *Финансијска тржишта*. Ниш: Економски факултет.
- Mehra, R., & Prescott, E. (1985). The equity premium: a puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145–161.
- Merton, C. R. (1974). On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. *Journal of Finance*, 29(2), 449–470.
- Metawa, A. S., & Almosawi, M. (1998). Banking behavior of Islamic bank customers: perspectives and implications. *International Journal of Bank Marketing*, 16(7), 299–313.
- Minsky, P. H. (1995). Financial factors in the economics of capitalism. *Journal of Financial Services Research*, 9(3-4), 197–208.
- Myers, C. S., & Majluf, S. N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187–221.
- Okumuş, H. Ş. (2005). Interest-free banking in Turkey: a study of customer satisfaction and bank selection criteria. *Journal of Economic Cooperation*, 26(4), 51–86.
- Schoon, N., & Nuri, J. (2012) Comparative financial systems in Judaism, Christianity and Islam: The case of interest. Social Science Research Network. <http://ssrn.com/abstract=2126503>.
- Shiller, J. R. (2011). Irving Fisher, debt deflation and crises, Cowles Foundation Discussion Paper, No. 1817. New Haven: Yale University.
- Shleifer, A., & Vishny, W. R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Siddiqi, A. (2008). Financial contracts, risk and performance of Islamic banking. *Managerial Finance*, 34(10), 680–694.
- Siddiqi, M. (2004). Riba, bank interest and rationale of its prohibition. Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank.
- Spencer, P. (2000). *The structure and regulation of financial markets*. Oxford: Oxford University Press.
- Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- Sunderarajan, V., & Errico, L. (2002). Islamic financial institutions and products in the global financial system: key issues in risk management and challenges ahead. IMF Working Paper, No. 02/192, Washington, D.C.: IMF.
- Свето писмо Старога и Новога завета. (2003). Стари завет превео Даничић, Ђ, Нови завет превео Стефановић Караџић, В., Београд: Библијско друштво Србије и Црне Горе/Партегон.
- Zaher, S. T., & Hassan, M. K. (2001). A comparative literature survey of Islamic finance and banking. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10(4), 155–199.

Srđan Marinković, University of Niš, Faculty of Economics, Niš
Ahmedin Lekpek, State University of Novi Pazar, Department of Economic Sciences,
Novi Pazar

COULD THE CONCEPT OF ISLAMIC FINANCE BE EFFECTIVE IN PREVENTING ECONOMIC CRISES?

Summary

Among the problems that Islam sees unsolvable in business finance based on conventional loan agreements, the most acute one is unjust distribution of income generated by the project between the project financier and the entrepreneur. Muslim scholars see equitable distribution of risk and reward between economically unequal contracting parties as a desirable way to conduct broader social reform. Acknowledgment of economic inequality, primarily asymmetric information (and competence), became a fundamental assumption of modern economic paradigm and numerous economic institutions have been established to solve the issue. Conventional loan agreement is taken to be an efficient western-style response to asymmetric-information driven problems. Peculiar equity-based financial modes (profit and loss sharing arrangements), which are advocated by the Islamic banking paradigm, are far less widely used than mark-up debt-financing substitutions for interest-based finance. This might be because they lack potential to serve the interests of both parties. The stake of the financier remains suboptimally preserved because of stronger adverse selection and moral hazard issues, whereas financial structure rigidity and a peculiar system of income distribution (based on a pre-agreed fixed sharing ratio), which per se does not assure flexible adjustment of bonuses for managerial efforts to the contribution made by this resource to the jointly-generated economic wealth, weaken the entrepreneur's position. Similar issues are found in Islamic bank financing modalities (e.g. unrestricted Mudarabah), as well. Therefore, we believe that Islamic finance has a rather weak potential to reform the predominant practice of business finance toward a safe and sound financial system. A reform which abandons one option leaving only its alternative essentially reduces available options. On the other hand, the attitude of Islam toward public debt, albeit radical, recognizes the importance of public debt outbreak as being a burning issue of modern economies.

