

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

UDK 336.717 : 28 + 338.124.4

Прегледни рад

Примљено: 03.10.2012.

Одобрено за штампу: 21.03.2013.

Срђан Маринковић

Универзитет у Нишу

Економски факултет

Ниш

Ахмедин Лекпек

Државни универзитет у Новом Пазару

Департман за економске науке

Нови Пазар

МОЖЕ ЛИ ИСЛАМСКИ КОНЦЕПТ ФИНАНСИРАЊА БИТИ ДЕЛОТВОРАН У ПРЕВЕНЦИЈИ ЕКОНОМСКИХ КРИЗА?*

Апстракт

Актуелна глобална економска криза не само што отежава да на глобалном нивоу привреда очува раст, већ представља и изазов владајућој економској парадигми која постулира да личним економским интересом вођени појединци, кроз сложене интеракције, неизбежно обезбеђују максимум друштвених циљева. У раду истражујемо концепт исламског банкарства и финансија, испитујући колико је овај концепт одржива алтернатива конвенционалној, западној банкарској и финансијској пракси. Анализирамо везу између финансијске структуре и економске стабилности, али и специфичне финансијске аранжмане са аспекта усклађености побуда уговорних страна. Утврдили смо да концепт исламских финансија не омогућује радикалнију реформу постојеће праксе у пословном финансирању, у правцу обезбеђења стабилног финансијског система. Ипак, препорука напуштања каматонских финансијских аранжмана, када се примени на управљање јавним сектором, дотиче горући економски проблем савременог човечанства, све већи ризик од покретања лавине презадужености јавног сектора.

Кључне речи: исламско банкарство, финансијска структура, економске кризе, кредитни аранжман, јавни дуг

srđjan.marinkovic@eknfak.ni.ac.rs

* Рад је део истраживачког пројекта под шифром 179066 (*Унапређење конкурентности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција Србије*), финансираног од стране Министарства просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

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

УВОД

Актуелна економска криза довела је под лупу научне јавности извесне економске институције са хиљадугодишњом традицијом. Ово је случај са класичним кредитним уговором, каматом, концептом ограничене одговорности, и другим институцијама које посматрамо као неизоставне елементе зрелог финансијског и економског система, усавршене кроз дугу еволуцију. Способност оваквог, зрелог и софистицираног система да постигне максимум друштвених интереса темељећи се на личном економском интересу готово је постулирана. Периодичне економске кризе већ готово читав век заобилазе најразвијеније државе света због чега је позитивна економска наука била склона да кризе објашњава недовољном софистицираношћу конкретних економских система, односно удаљеношћу од западног идеала. Актуелна криза је довела под сумњу овакво гледиште.

Концепти, који иначе нису уобичајени у класичним економским расправама, посебно у неокласичним економским моделима, као што су на пример етика или похлепа, долазе у први план. Природно, обнавља се и интерес са изучавањем потпуно другачијих економских система, на пример концепта исламских финансија.

У овом раду покушаћемо да понудимо неке аргументе који би могли осветлити економску и етичку утемељеност права кредитора на унапред одређен принос, који је у великој мери обликовао идеал исламских финансија. Ислам око овог питања заузима чврст неодобравајући став. Размотрићемо и ставове неких других монотеистичких религија, али и анализирати алтернативне финансијске аранжмане, као с аспекта теоријске конзистентности, тако и с аспекта практичне применљивости, како би проценили да ли концепт исламских финансија гарантује економску стабилност.

ФИНАНСИЈСКИ ФАКТОРИ ЕКОНОМСКИХ КРИЗА

Презадуженост економских јединица, уз неадекватну рочну и валутну структуру дуга, у савременој економској теорији се сматра неизоставним пратиоцем економских криза. Фишер (Fisher, 1933) је као аутор теорије о расту реалне задужености вероватно међу првима нагласио да економска криза може настати због тога што агрегатни пад профитабилности, и као последица пад економске вредности реалне пословне имовине, не може бити амортизован адекватним падом вредности финансијских обавеза, јер су обавезе номинално утврђене. У својој теорији аутор је наглашавао дефлацију као феномен који је често у прошлости пратио силазне фазе пословног циклуса, као додатни фактор који је доводио до раста реалне задужености. Иако су склоност задуживању и раст номиналне (и реалне) кредитне каматне стопе такође укључени у узроке, придаван им је секундарни значај. По речима аутора, „сада сам снажно убеђен да су две економске болести, презадуженост и дефлација, као узроци великих депресија биле важније од свих осталих узрока заједно“ (стр. 341). Данас, ауторитети из ове области не споре прворазредан значај првог фактора у генези економских криза, мада извесне анализе потврђују да је, и поред измењене природе пословног циклуса, и дефлација у мање очигледној форми била присутна чак и у актуелној глобалној кризи (Shiller, 2011, стр. 3).

Гледишта која као кључно обележје модерних економских криза виде несклад у вредности финансијске и реалне (у физичким облицима) имовине у основи се не разликују од претходно елабориране теорије, јер указују на сличне узрочнике, механизме и динамику. Наиме, како је дуг једне економске јединице финансијска имовина друге економске јединице, нарастање укупног дуга, као једног облика финансијске имовине, које није праћено растом реалне имовине, сведочи о повећању задужености на нивоу читаве економије. И тржишна вредност акцијског капитала, која се такође укључује у финансијску имовину, такође може бележити раст који није у складу са конзервативно процењеном вредношћу реалне имовине, јер се на

пример темељи на изузетно оптимистичким предвиђањима будућих приноса реалне имовине, или је можда берзанским спекулацијама ова веза прекинута. Међутим, овај проблем није тако злоћудан као претходни, јер, осим редистрибуције добитака и губитка унутар инвестиционе заједнице, обично не узрокује озбиљније економске поремећаје.

Иако је препознавање поменутих диспаритета на националном или глобалном нивоу врло популаран угао посматрања, нарочито у економском журнализму, за потпунији увид анализу је потребно спустити до нивоа економских јединица. Инхерентна нестабилност тржишне капиталистичке економије често је приписивана чврстини финансијске структуре економских јединица (домаћинстава, финансијских и нефинансијских фирми, или државе). Мински (Minsky, 1995, стр. 200) познат је по специфичној класификацији економских јединица на спекулативне, јединице заштићене од ризика и такозване Понци (Ponzi) јединице. Економске јединице које се финансирају из извора који имају (краће) доспеће од рока на који су средства ангажована у различитим облицима имовине сврставају се у оне спекулативног типа. Финансијски и економски резултат који овакве јединице остварују на своја улагања још увек је виши од трошкова финансирања, па се може рећи да су у непромењеним условима способне да остварују профит и очувају ликвидност. Међутим, пад стопе приноса, раст трошкова финансирања, или немогућност да се о доспећу обнови дуг, могу их довести у зону губитака и негативног нето новчаног тока. Због тога се оцењује да оваквим финансирањем економске јединице спекулишу на тренд кретања каматних стопа. Њихов опстанак може угрозити присуство системских финансијских поремећаја. Економским вокабуларом би овакву економску јединицу оценили као склону великвидности, што даље може угрозити њену профитабилност и солвентност.

Поменути аутор издваја као посебан случај када економска јединица на ангажована средства остварује резултат који је редовно испод трошкова финансирања. Да би оваква економска јединица опстала на кратак рок, неопходно је да стално обнавља дуг, при чему ће дуг расти и у непромењеним условима на тржишту, јер је потребно покривати губитке. На дуги рок опстанак оваквих јединица није могућ, оне нестају са тржишта када дуг потпуно превлада, односно ишчезне власнички капитал. Оваква економска јединица је непрофитабилна, изразито изложена ризику великвидности и убрзано нарушава своју солвентност.

Коначно, конзервативно финансиране економске јединице (заштићене од ризика) опредељују се за изворе финансирања чији је просечан рок расположивости извора финансирања дужи од рока везивања (ангажовања) средстава. Када разматрамо финансирање реал-

них (нефинансијских) економских пројеката, код којих је значајан део средстава уложен у реалну (материјалну) имовину, идеалан облик финансирања би били власнички извори, али се прихватљивим сматрају и дугорочно расположиви дужнички извори. Овакав начин финансирања неће бити претња профитабилности, ликвидности нити солвенности. Чврстина система зависиће од тога у каквој се сразмери у конкретном моменту описани концепти финансирања срећу у пракси.

Иако је у изложеним теоријама понекад наглашена номинална одређеност обавезе (дуга), а понекад камата као фактор увећање (номиналне) вредности обавеза, заједничка за ове теорије је импликација да претерано ослањање на дужничке аранжмане носи клицу разорног системског поремећаја, јер не обезбеђује постојан склад између дуга и ресурса који економским јединицама стоје на располагању за његову уредну уплату. Иако се увек изнова актуелизује, ово запажање има далеко дужу историју од покушаја да се систематски анализирају и објасне крупни економски поремећаји. Свест о овом проблему срећемо у фрагментима текстова старих и неколико миленијума. У наставку ћемо покушати да изложимо ставове три монотеистичке религије о овом питању.

ОДНОС ИСЛАМА ПРЕМА КАМАТИ

Систем који је данас познат као исламско банкарство представља савремену верзију насталу одабиром древне праксе¹ чије је етичко упориште религиозно право. Кључни принцип исламског система финансирања и главна разлика између исламских и конвенционалних банака је забрана камате (Siddiqi, 2008, стр. 681). Камата је у арапском језику позната под називом „риба“, означава вишак који дужник плаћа повериоцу на позајмљени износ, а њено етимолошко значење је повећати, порастати или проширити (Хацић, 2005, стр. 48). У покушају да се нешто прецизније одреди овај концепт, настале су и комплексније дефиниције. На пример, Икбал и Миракор (Iqbal & Mirakor, 2009, стр. 52) наводе да се *риба* технички односи на „премију“ коју дужник мора платити зајмодавцу заједно са износом главнице као услов за добијање или продужење зајма. По истим ауторима, најмање четири обележја дефинишу каматну стопу коју ислам забрањује: 1. позитивна је и фиксирана *ex ante*, 2. везана је за временско раздобље и износ зајма, 3. исплата камате се уговара независно од исхода пословне активности или намене због које се позајмљује главница и 4. државни органи одобравају и спроводе њено убирање. Наведене одлике указују да су појмови *рибе* и камате која се приме-

¹ Кључни аранжмани кодификовани су у Хамурабијевом (Hammurabi) закону.

њује у конвенционалним финансијама идентични. Употреба камате је била део пословне праксе вековима пре појаве ислама, тако да је и пре недвосмислене забране камате у Кур'ану, право на камату било оспоравано, како у другим религијама, тако и од стране бројних значајних учених људи и филозофа, на пример у Аристотеловим текстовима (Schoon & Nuri, 2012, стр. 2).

Шеријатски правници разликују две врсте *рибе* (камате): риба ал-наси'ах и риба ал-фадл (Charra, 2006, стр. 8).

1) *Риба ал-наси'ах* се односи на камату коју поверилац наплаћује од дужника узимајући у обзир време за које дужник треба да врати позајмљена средства и она се јавља искључиво код позајмица у новцу.

2) *Риба ал-фадл* се односи на бартер (размену једне робе за другу), где се роба истог типа размењује у неједнаким износима и посебно се тиче размене племенитих метала и прехрамбених производа. По исламу, роба исте врсте не може се размењивати другачије осим промтно, у истим количинама и квалитету. Исто важи и за новац. Међутим, проблем код размене робе може бити израженији, нарочито када је тешко прецизно одредити квалитет. Икбал и Миракор (2009, стр. 51) наводе да је Мухамед с.а.в.с. подстицао робноовчану размену и тражио избегавање бартера, јер се на тај начин избегава неспоразум између страна у продајној трансакцији, односно опасност да услед неједнаког квалитета робе једна страна у трансакцији буде оштећена.

О значају питања забране камате у исламу најбоље говори чињеница да се чак дванаест стихова у Кур'ану односи на *рибу*, односно камату, и да се сама реч *риба* помиње осам пута (Siddiqui, 2004, стр. 35). У овом раду ћемо издвојити неколико строфа из Кур'ана, које довољно осликавају однос ислама према камати:

„Они који се каматом баве дићи ће се као што ће се дићи онај кога је додиром шејтан избеумио, зато што су говорили: ‘Камата је исто што и трговина’. А Аллах је дозволио трговину, а забранио камату. Ономе до кога допре поука Господара његова – па се окани, његово је оно што је прије стекао, његов случај ће Аллах рјешавати; а они који то опет учине – биће становници Цехеннема, у њему ће вјечно остати“ (сура 2, строфа 275). „Аллах уништава камату, а унапрјеђује милосрђа. Аллах не воли ниједног невјерника, грјешника“ (сура 2, строфа 276). „О вјерници, бојте се Аллаха и од остатка камате одустаните, ако сте прави вјерници“ (сура 2, строфа 278). „Ако не учините, ето вам онда, нека знате – рата од Аллаха и Посланика Његова! А ако се покајете, остаће вам главнице иметака ваших, нећете никога оштетити, нити ћете оштећени бити.“ (сура 2, строфа 279).

„О вјерници, бездушни зеленаци не будите, и Аллаха се бојте, јер ћете тако постићи оно што желите“ (сура 3, строфа 310).

Кур'анских наредби о забрани камате доследно се придржавао и посланик Мухамед, који је у разговорима са својим следбеницима често наглашао забрану камате и њену погубност по човека и заједницу. Пракса и ставови о различитим верским и социјалним питањим посланика Мухамеда бележени су у облику хадиса, чија је важност за следбенике ислама веома велика, јер се њима објашњава на који начин треба ислам практиковати, а верницима приближавају учења из Кур'ана. У многим хадисима говори се о камати, а у једном од њих камата чак сврстава у највеће и најгнусније грехе.

Када је крајем 19. и почетком 20. века међу муслиманима дошло до поновног буђења интересовања за исламско банкарство, исламски учени људи сусрели су се са великим бројем питања на које се мора одговорити у складу са актуелним потребама и окружењем. Једно од питања које је изазивало бројне полемике је и питање *рибе*, односно камате. Наиме, све гласније су биле замерке оних који нису били довољно упознати са исламским концептом *рибе*. Тврдило се да *риба* није идентична камати која се користи у савременом пословању. Заступници овог става наглашавали су да се под појмом *рибе* коју ислам забрањује сматра само камата која се наплаћује на потрошачке кредите, као и изузетно висока камата. Хаџић (2005) наводи да заступници овог става као аргумент за своју тврдњу наглашавају раширену употребу камате у предисламској Арабији, где су имућнији често искоришћавали тежак социјални положај сиромашнијих, позајмљујући по веома високим каматним стопама. Некада би зарачунавање камате започело тек ако дужници нису могли да врате новац у договорену време, па им је требало додатно време да измире обавезу, што им је омогућавано уз високе камате. Временом би дуг нарастао, а дужник, који не би могао да измири своју обавезу, био би приморан да неког члана своје породице преда повериоцу као робу.

С друге стране, теза о прихватљивости умерене или ниске каматне стопе врло брзо је одбачена као неутемељена. Првенствено због тога што заступници ове тезе нису успевали да дефинишу „умерену камату”, односно да одреде оптималну висину камате, коју, према њиховом схватању, ислам дозвољава. Такође, у Кур'анској сурри 2, у цитираним строфама, јасно стоји позив верницима да се одрекну камате и да ће им, ако се покају (и одустану од камате), остати главнице њихових иметака, без давања права на наплату, односно задржавање тзв. умерене камате, коју су појединци сматрали дозвољеном. Стога, сваки вишак наплаћен изнад главнице, без обзира на врсту кредита и величину вишка, недвосмислено се може сматрати рибом, која је Кур'аном забрањена, па је самим тим и камата, која се користи у савременом пословању строго забрањена.

ОДНОС ХРИШЋАНАСТВА И ЈУДАИЗМА ПРЕМА КАМАТИ

Хришћанство и јудаизам, уз ислам као најмлађу, највеће монотеистичке религије, такође у својим светим књигама децидирано забрањују употребу камате. Став ових религија према камати јасно је изнет у Старом завету, где се сваки принос на позајмљену имовину сматра недопустивим. Камата је према овом светом спису забрањена у свакој било експлицитној или имплицитној форми. О томе сведоче следећи стихови из Старог завета:

„Кад даш у зајам новаца народу мојему, сиромашу који је код тебе, немој му бити као каматник, не ударај на њ камате. Ако узмеш у залогу хаљину ближњему својему, врати му је прије него сунце зађе“ (Друга књига Мојсијева (Излазак), глава 22, стихови 25–26).

„Ако осиромаше брат твој ...Немој узимати од њега камату, ни добити; него се бој Бога, да би поживио брат твој уз тебе. Новаца немој му давати на камату, нити му хране своје позаимај ради добити“ (Трећа књига Мојсијева (Левитска), глава 25, стихови 35–37).

„Ко умножава добро своје ујмом и придашком, сабира ономе који ће раздавати сиромасима (Приче Солумунове, глава 28, стих 8)“.

„Ко не даје сребра својега на добит, и не прима мита на правога. Ко овако ради, неће посрнути до вијека“ (Псалми Давидови, псалам 15, стих 5).

„[З]алог дужнику својему враћа ... Не даје на добит и не узима придавка, од неправде устеже руку своју, и право суди између једнога човјека и другога“ (Књига пророка Језекиља, глава 18, стихови 7–8).

„И смислих у срцу свом и укорих кнезове и поглаваре, и рекох им: ви мећете бремена сваки на брата својега. И сазвах велики збор њих ради“ (Књига Немијина, глава 5, стих 7).

„Не даји на добит брату својему ни новаца ни хране нити и шта што се даје на добит. Странцу подај на добит, али брату својему немој давати на добит, да би те благословио Господ Бог твој у свему за што се прихватиш руком својом у земљи у коју идеш да је наслиједиш“ (Пета књига Мојсијева (Закони поновљени), глава 23, стихови 19–20).

Последњи стих следбеници јудаизма тумачили су као дозволу убирања камате, што им је услед њене изричите забране у свим трансакцијама код осталих монотеистичких и доброг дела политеистичких религија дало могућност да преузму примат, односно улогу главних кредитора у подручјима са мултиконфесионалним живљем. Иако израз „свој брат“ има различита тумачења, следбеници јудаизма су „братом“ сматрали само свог сународника, за разлику од тумачења хришћанских теолога који су били склони да *братом* сматрају било које људско биће. Интересантно је да се од зајмопримца захте-

вало да писмено изјави да није следбеник јудаизма, као и да је свестан обавезе коју добровољно прихвата. Такође, први пут се управо у јеврејским теолошким расправама појављује оправдање убирања камате позивањем на аргумент зајмодавчеве изложености ризику (Schoon & Nuri, 2012, стр. 5).

Имајући у виду да је Стари завет једнако прихваћен и као света књига хришћанске религије, могло би се закључити да је и хришћанство у својим изворним текстовима забранило сваки облик камате, без обзира да ли се ради о природној или новчаној позајмици. За разлику од Старог завета, Нови завет, као искључиво хришћанска света књига, није тако богат наводима који се дотичу зајма и камате. На пример, у Светом Јеванђељу по Луци проповеда се милосрђе:

„И ако дајете у зајам онима од којих се надате да ћете узети, каква вам је хвала? Јер и грјешници грјешницима дају у зајам да узму опет онолико“ (глава 6, стих 34). ... „и дајите у зајам не надајући се ничему, и биће вам велика плата, и бићете синови највишега, јер је он благ и неблагодарнима и злима“ (глава 6, стих 35).

Ипак, неопрезно би било само из овог навода извући поуку о забрани камате. Снага забране камате у хришћанском свету директно је везана за снагу утицаја Цркве у друштву. Како је са постепеним падом снаге Римског царства хришћанство заузимало све битнију позицију, тако је јачала и забрана каматоносних трансакција. Каматом су се бавили бројни хришћански учењаци, међу којима се посебно истиче теолог и филозоф Тома Аквински (St Thomas Aquinas). Међутим, утицај традиционалне Цркве временом је постајао све слабији, како због промена у друштву (хуманизам, ренесанса, откриће нових континената, успостављање капитализма и снажан економски развој), тако и због подела у самој Цркви (протестантизам и остали новостворени црквени покрети). Рађање нове класе, која је своје богатство створила предузетничким подухватима, а не наслеђем по основу припадности племству или краљевској породици, променило је друштвене околности и камата је постала све прихватљивија. Црква се прилагођава овим околностима. Јављају се фракције за захтевом да се преиспита забрана камате. Џон Калвин (John Calvin/Jehan Cauvin), чији су следбеници, калвинисти, чак почели развијати и сопствене банке у Женеви, објашњавао је да, иако новац нема *природну* особину да даје плодове, спојен са људским радом омогућује увећање вредности, због чега зајам у комерцијалне сврхе треба разликовати од зајма сиромашним лицима. Коначно, 1838. године и Ватикан скида забрану са убирања камате.

Стиче се утисак да је неодобравање када је у питању камата у светим списима монотеистичких религија настало као део социјалне реформе. Аргументи овог типа најдуже су се и задржали у филозофским и теолошким расправама, па чак били уграђивани и у правне

системе (одредбе о максималним каматним стопама и слично). У модерним економским системима, социјална брига пренета је на државу, која овај аспект сматра важном сфером свог утицаја на друштво, али по модерним схватањима њене улоге, држава не треба да интервенише регулишући односе успостављене слободном вољом уговорних страна, осим у области гаранције интегритета приватног уговора.

ФИНАНСИЈСКА СТРУКТУРА У НЕИСЛАМСКИМ ФИНАНСИЈСКИМ СИСТЕМИМА

Конвенционално кредитно (дужничко) финансирање у неисламским финансијским системима чини само један од модалитета финансирања, који има своју алтернативу у различитим облицима власничког финансирања. По томе овај облик не представља наметнуто решење већ избор слободних уговорних страна, па је недовољно јасно зашто се оспорава његова етичка основа. Не само што је кредитно финансирање једна од могућности, већ је у конвенционалним системима и радо бирана могућност. О томе сведоче подаци о финансијској структури нефинансијских фирми (Webczuk, 2003, стр. 40). Подаци за велику групу развијених држава потврђују да нефинансијске фирме у просеку 71,1 проценат финансијских средстава обезбеђују из задржане добити. Преостале изворе обезбеђују претежно из дужничких извора (18,9%), док се као најмање значајан извор појављује екстерни власнички капитал (9,9%). Код анализиране групе држава у развоју учешће задржане добити је још веће (80,6%) и то пре свега на терет екстерног власничког капитала (2,5%). Финансијска теорија успешно објашњава ову правилност. На пример, у теорији хијерархије извора финансирања (Myers & Myluf, 1984) наводи се да је екстерно финансирање прескупа алтернатива јер су инсајдери (управа) супериорно информисани. Међутим, проблеми који настају због овога могу се успешно ублажавати избором оног облика екстерног финансирања чија је вредност најмање осетљива на приватне информације инсајдера. Због тога дужнички извори претходе екстерним власничким изворима, јер је вредност власничке позиције тешко проценити уколико се нема прецизан увид у вредност имовине фирме и њене пословне перспективе. Када се уз дуг припоји и колатерал, једина брига инвеститора је да исправно процене вредност колатерала, за разлику од власника који морају процењивати читаву имовину фирме. Понашање економских јединица у области избора структуре финансирања указује да се екстерни власнички извори средстава процењују најмање атрактивним. Пре него што прибегне привлачењу власничког капитала из екстерних извора, фирма ће се ослоњати на задржану добит а недостајућа средства прибављати из кредитних извора.

Исти проблем можемо посматрати и из другачије перспективе. Различитим истраживањима (најпре Mehra & Prescott, 1985) утврђена је значајна и истрајна премија ризика на акцијски капитал, која потврђује да је разлика између приноса на акцијски капитал и приноса на неризична кредитна улагања постојано виша од оне на коју указују традиционални модели равнотеже на финансијском тржишту. Када се као репер узме вредност добијена моделима, може се закључити да је акцијски капитал потцењен. Ова емпиријски документована правилност потврђује да се статистичком променљивошћу приноса (која је једини фактор у традиционалним моделима равнотеже) не могу објаснити све посебности кредитног и власничког облика финансирања. У теорији корпоративних финансија оцењује се да су акционари суочени са изузетно отежаном заштитом својих права (конфликт агента и принципала) уколико немају концентрисану позицију. Извесни аутори (Shleifer & Vishny, 1997, стр. 766) на питање како у државама са слабијом заштитом права мањинских акционара функционише тржиште акција закључују да принос на улагања у акције мора бити изнад губитака од експропријације коју чине инсајдери. Због тога интерес за акцијским улагањима у оваквим системима зависи од коњуктуре на тржишту акција: интензивира се када је изражен тренд раста цена акција и нагло нестаје када долази до реверзије тренда. И поред тога, велики део трансакција се односи на приватизације и размене блокова акција, чиме се суштински не ради о улагањима ради финансирања, већ о принудном акционарству и промени контроле над корпорацијом.

Камата као награда за излагање ризику

Размотримо сада оцену да у кредитном уговору поверилац, полажући право на вишак изнад позајмљене суме (такозвана неједнакост сума), добија камату као накнаду за позајмљени новац? Шта је економско оправдање убирања камате? Кејнзово (Keynes, 1936) објашњење да је камата компензација за одрицање од ликвидности не може се узети као коначан одговор, јер је аутор овакав закључак извео анализирајући искључиво камату на потраживања без ризика наплате. На основу оквира анализе који је користио овај аутор произилази да је погрешно камату интерпретирати као цену (новца, нити било чега другог), већ као принос добијен кроз разлику између терминске и спот цене потраживања. Новац, сам по себи, уколико није предат другоме, не доноси никакав принос. Новац дат у зајам различитим лицима, по свим осталим идентичним условима, неће носити исти очекивани принос, иако је природа дате ствари идентична. Дакле, камата се не изводи из природе дате ствари, већ природе ствари коју треба добити заузват. Спот цена потраживања је једнака номиналној вредности позајмљене суме и она је у свим случајевима иден-

тична. Оно што потраживања међусобно разликује је њихова терминска цена, односно вредност коју зајмодавац очекује у будућности. Терминска цена потраживања је неизвесна и зависи од бројних економских фактора: извесности наплате и приноса на читав спектар других пројеката расположивих за финансирање. У наставку ћемо се усмерити искључиво на неизвесност приноса одабраног пројекта.

Спорна је тврдња да зајмодавац у конвенционалном кредитном уговору има *гарантован* повраћај и позитиван принос. Овај елемент се обично нетачно интерпретира и користи за оспоравање етичке утемељености конвенционалног кредитног аранжмана. Принос финансијера је уговорена, али *не и извесна* величина. Кредитна потраживања угрожене наплативности реалност су савременог банкарског пословања. Губици по основу ненаплативних потраживања често су кључни фактор смањене профитабилности банака, а не ретко и узрок пропасти банака.

Разлика између приноса на улагања код којих постоји ризик наплативности и улагања са потпуно извесном наплатом у финансијској теорији се назива премија кредитног ризика, и она у равнотежи представља садашњу вредност антиципираних губитака (Merton, 1974). Принос који се може остварити без излагања ризику у равнотежи не постоји. Такође, мобилизација и алокација кредитних ресурса не може се обавити без трошкова. На тај начин, велики део приноса који припада финансијеру представља различите врсте трошкова, реално насталих у обрачунском периоду или антиципираних као могућ или изванредан расход у будућности, за које се унапред врше резервисања и уграђују у каматну стопу.

Ризик и колатерал

Претходни закључци изведени су на бази претпоставке да зајмодавац наплату својих потраживања додатно не осигурава уговарањем колатерала. Заиста, када се у конвенционални кредитни аранжман укључи колатерал, ниво ризика кредитора постаје значајно нижи. Он се у свом екстрему своди на грешке у адекватној процени вредности колатерала.

На микрофинансијском нивоу колатерал игра неспорно важну улогу. У савременој финансијској теорији (Stiglitz & Weiss, 1981) колатерал се сматра неизоставно важним додатком класичном кредитном аранжману, јер се уградњом колатерала зајмодавцу олакшава да препозна скривене, приватне информације или планове потенцијалног зајмопримца (енгл. screening device) и подстиче посвећеност зајмопримца успеху пројекта (енгл. incentive device). Без колатерала, класичан кредитни аранжман на кредитно тржиште уводи низ озбиљних проблема; ретки ресурси се не би увек усмеравали ка најбољим инвестиционим алтернативама (енгл. adverse selection), нити би

предузетници имали мотив да позајмљена финансијска средства улажу у обостраном интересу уговорних страна (енгл. *moral hazard*).

Међутим, на макрофинансијском нивоу пракса уговарања колатерала доводи до занемаривања бонитета финансираних пројеката, због чега колатералом обезбеђени пројекти лако могу постати *једино* колатералом обезбеђени пројекти. Кредитирање засновано на колатералу може имати и врло негативне социјалне импликације. Наиме, у основи колатерал подразумева да зајмотражилац већ у моменту преговора са зајмодавцем располаже одговарајућом имовином, што са кредитног тржишта може у потпуности искључити сиромашније друштвене слојеве², и блокирати развој нових фирми, са врло неповољним ефектом на предузетништво. Заиста, кредитна подршка фирмама у оснивању је спорадичан случај чак и код развијених финансијских система. Код овакве клијентеле банке су суочене са несразмерно високим ризиком, који није могуће амортизовати високим каматним стопама, због неповољног ефекта високих каматних стопа на наплативност зајма, нити појачаним ангажманом у праћењу пројекта, јер банке за такав ангажман немају одговарајуће особље. У екстерном прибављању потребног капитала овакве фирме упућене су на специфичан механизам, тзв. тржиште ризичног капитала (енгл. *venture capital, private equity*). Међутим, финансирање на овом сегменту финансијског тржишта одвија се у форми *ad hoc* конзорцијума, а не организација са добро диверсификованом инвестиционом делатношћу, која је иначе кључ стабилности традиционалних финансијских посредника, као што су банке (Diamond & Dybvig, 1983). Међутим, уговарање колатерала није пракса потпуно непозната и у исламским финансијским аранжманима.

Имајући у виду утицај колатерала на ублажавање ризика зајмодавца, може се чинити да је утицај ризика угрожене наплативости прецењен у каматној политици банака, односно, да су каматне стопе које зајмодавци уговарају на зајам превисоке. И у свакодневном животу се срећемо са овом примедбом, веома често на чврстим основама. Овај проблем посебно је изражен у оним финансијским системима у којима нису адекватно развијене алтернативе класичном кредитном финансирању, а раширена пракса уговарања колатерала помера ограничења расту каматних стопа. На висину каматних стопа може утицати и обим јавног дуга, на шта ћемо се вратити касније.

Ипак, ако су кредитне каматне стопе превисоке, онда би то довело до „превисоке“ профитабилности банака. Слобода кретања капитала доводи до тога да се стопе приноса уједначавају, па принос

² Чапра (2000) наводи да је 1994. године у Пакистану читавих 56 процената средстава прикупљених од улога 28,4 милиона депонената усмерено на кредитирање свега 4.703 привилегована дужника.

на улагања у акције банака дугорочно не може превазилазити принос на акције компанија из других делатности. Ако се то привремено и догоди, слободно тржиште капитала омогућиће заинтересованим учесницима да стекну позицију акционара банке, па ће и „друштвена неправда“ бити исправљена.

ИСЛАМСКИ ПРЕДЛОГ ФИНАНСИЈСКЕ СТРУКТУРЕ

Забрана камате, онако како је промовисана у исламском концепту, у основи представља забрану конвенционалног кредитног аранжмана. На тај начин финансијска структура је сведена готово искључиво на власничке модалитете финансирања. У концепту и пракси исламских финансија познати су и извесни модалитети дужничког финансирања, али са теоријског аспекта немају већи значај, јер су засновани на концептима познатим у конвенционалним финансијама (натурална позајмица, лизинг, концесије и друго), и општа је оцена да по својим обележјима не искључују фиксни принос финансијера, номиналну вредност обавезе, нити додатна обезбеђења наплате (Zehar & Hassan, 2001, стр. 160).

Аранжмани којима се у самом парадигматском концепту исламских финансија приписује најзначајнији потенцијал реформе финансијске структуре у основи представљају нешто модификоване варијанте познатих модалитета власничког финансирања. Издвајају се два аранжмана са заједничком особином да укључују поделу профита и губитка између финансијера и предузетника (у наставку ћемо их означавати са ПЛС). Даћемо краћа објашњења ових аранжмана користећи називе за њихов конвенционални еквивалент и енглеске транскрипте оригиналних назива. *Агентски аранжман* (mudarabah) подразумева уговорни однос у коме једна страна, финансијер, обезбеђује „сав“ потребан капитал, док друга страна пројекту посвећује вештину управљања. Оба кључна ресурса добиће награду која зависи од „заједнички“ оствареног резултата, сразмерно унапред дефинисаном кључу за расподелу. Финансијски губитак ићи ће на терет искључиво финансијера, док ће предузетник (агент) остати без награде за уложене радне напоре, па ће тиме свака страна изгубити управо оно што је и ангажовала у пројекту.

За разлику од претходног, код аранжмана *заједничког улагања* (musharakah) обе стране обезбеђују потребна финансијска средства, па се овде предузетник појављује и у улози кофинансијера. И у овом случају економски резултат дели се на основу унапред дефинисаног кључа, који предвиђа део за предузетничке активности и део за ангажован капитал, сразмерно финансијским улагањима.

*Структура расподеле у исламском и
конвенционалном финансијском аранжману*

Етичка позадина финансијских аранжмана карактеристичних за исламско банкарство је довести у *директну* везу принос на капитал уложен у предузетнички пројекат са резултатом финансираног пројекта. Етичност оваквог система расподеле заслужује даље разматрање.

У конвенционалном кредитном аранжману зајмодавац за себе уговара принос који није директно одређен резултатом пројекта (већ ризиком пројекта), док *сав резидуал припада предузетнику*. Због једноставности, претпоставићемо да је принос финансијера дефинисан фиксном стопом у односу на уложен капитал, и да је пројекат финансиран власничким улогом предузетника и кредитом. За сва будућа стања (вредност пословне имовине) која задовољавају услов да се ликвидациона вредност имовине посвећене пројекту задржи изнад потраживања по кредиту, принос финансијера остаће номинално непромењен. Међутим, за будућа стања која подразумевају ликвидациону вредност која не достиже вредност потраживања, финансијер ће бележити губитак и то сразмеран негативној разлици између ликвидационе вредности имовине и вредности потраживања. Наравно, кредитор ће покушати да благовременом интервенцијом спречи да дође до овог неповољног развоја околности. Предузетнику (зајмопримцу) ће са друге стране припасти сва разлика између ликвидационе вредности имовине и номиналне вредности дуга, док ће због ограничене одговорности бити ослобођен покривања губитака за будућа стања у којима вредност имовине не достиже вредност дуга. Дакле, обе стране су изложене ризику, али им позиције нису симетричне. Код исламске верзије заједничког улагања (*musharakah*) позиције уговорних страна биле би симетричне да аранжман не укључује фиксну стопу учешћа у расподели по основу предузетничког ангажмана. Извесна асиметричност потиче од чињенице да се кључ за поделу позитивног резултата разликује од кључа по коме негативан резултат терети позиције уговорних страна. Међутим, ислам радне напоре и капитал посматра као равноправне економске ресурсе, уводећи еквиваленцију између реалних губитака на капиталу и изостанка награде за ангажован рад. Због тога поменута асиметричност постоји само уколико остајемо на позицији конвенционалне основе просуђивања.

Уочавамо да *фиксни елементи* нису искључени ни код аранжмана који се заснивају на подели профита и губитка. Код агентског аранжмана кључем је одређено учешће менаџерског рада у расподели (укупног прихода или профита), док остатак припада финансијеру. Код исламског аранжмана заједничког улагања такође је фиксно утврђено учешће менаџерског рада, док остатак припада финансије-

рима сразмерно улагањима. Награда за управљање пројектом може се посматрати као менаџерска зарада, која је у целини сачињена од варијабилног дела. Варијабилност ове награде добија се као ефекат примене фиксне, унапред утврђене стопе на износ пословног резултата, који је по природи варијабилан.

Део који припада страни која улаже искључиво капитал одређен је стопом у свим случајевима. У случају конвенционалног кредитног финансирања стопа (фиксни проценат) примењује се на (известан) износ улагања овог актера, док се у другом случају примењује на (неизвестан) износ резултата. Међутим, пословни резултат је далеко непосредније одређен предузетничким напорима, па уколико пословни резултат посматрамо као исход менаџерског ангажмана, остаје нејасно зашто би се награда финансијера одређивала у односу на елемент за који он директно није заслужан. Дакле, кључ за расподелу профита имплицитно признаје да и онај актер који није укључен у управљање пројектом полаже право на резултат. Чиме се онда може оправдати учешће инвеститора у профиту? Ако је то излагање ризику, онда се у својој основи исламски концепт не разликује од конвенционалног; резултат се дели сагласно изложености ризику. Видели смо да је висина кредитне каматне стопе одређена искључиво ризицима и трошковима.

Награда и ефекти менаџерских напора

Структура (кључ) расподеле утврђује се 1) у директним преговорима између предузетника и финансијера, 2) код иницирања аранжмана тако да важи све до окончања пројекта. Сви наглашени елементи могу озбиљно угрозити етичност аранжмана. Најпре, евентуална доминација финансијера у преговорима доводила би до наметања неповољног кључа предузетнику, слично уговарању каматне стопе код кредитног аранжмана. Поред спорне етичности, овај проблем би пратио и последице у функционисању система финансирања. Под претпоставком да финансијер није у стању да прецизно одреди предузетничке компетенције и бонитет предложених пројеката, јединствено дефинисан кључ био би неповољан за предузетнике са натпросечним компетенцијама (или бонитетом пројекта), због чега би они одустајали, док би исти кључ био и даље довољно стимулативан за мање компетентне. Због тога би се финансирани мање квалитетни пројекти и предузетничке идеје. Уколико би на бази искуства финансијер препознао погоршање квалитета пројеката, могао би реаговати даљим смањењем учешћа предузетника, што би активирало следећу секвенцу узајамног обарања квалитета и учешћа. Овај ефекат је познат као уравнотежење тржишта за познат просечан квалитет добра (Spencer, 2000, p. 11).

Како се учешће предузетника утврђује код иницирања аранжмана, чак и да се фер процени, одредиће се вероватно на минималном нивоу његових компетенција у животном веку пројекта. Искуство стицано вођењем пројекта природно би подигло ниво компетенција предузетника. Ако се и структура расподеле континуирано не прилагођава еволуцији предузетничких компетенција, адекватна награда предузетнику за унапређене компетенције би у потпуности изостала. Овај ресурс би остао неадекватно награђен, са свим негативним ефектима на мотивацију.

Примена унапред дефинисане и ригидне структуре расподеле ремети њену постулирану етичност. Етички идеал постигао би се када би се сваки ресурс појединачно награђивао према свом доприносу резултату. Како допринос менаџерског рада варира у континуитету, што није случај са доприносом капитала, природно је и да се структура расподеле непрекидно прилагођава промењеном релативном доприносу оба фактора. Супротно анализираним исламским аранжманима, њихови конвенционални пандани уграђују механизме којима се награда за предузетнички ангажман усклађује са доприносом. Најпре, менаџер није везан за пројекат његов читав животни век, што омогућује да се на слободном тржишту менаџерског рада континуирано реevalуира допринос и награђује комплексим шемама, које могу укључивати комбинације фиксних и варијабилних новчаних награда, друге стимулативне финансијске пакете (нпр. опције на акције) и неновчане облике награде. Ово важи за структуру расподеле између власника капитала и менаџера. Структура расподеле између власника капитала и поверилаца још је једноставнија јер укључује механизам аутоматског усклађивања, којим се сваки пословни добитак изнад минималног (дефинисан каматом) усмерава власнику–предузетнику, док онај на и испод минимума у целини припада повериоцима. Дефинисање минимално прихватљивог резултата има врло важну економску функцију, јер се тиме ретки економски ресурси друштва усмеравају изван најмање ефикасних алтернатива употребе.

У исламским аранжманима поделе профита и губитка процентуално учешће менаџерског рада у расподели резултата пословања остаје фиксно за читав животни век пројекта, при чему менаџер остаје до краја везан за пројекат, који се може окончати једино добровољном ликвидацијом. За разлику од тога, код конвенционалног кредитног аранжмана награда овом економском ресурсу у потпуности директно варира од резултата пројекта. Да ли је због тога позиција предузетника у кредитима финансираном пројекту неповољнија? У коначном, код *ПЛС* аранжмана принос финансијера ће зависити од квалитета ресурса који он сâм није посветио пројекту. Оваквој структури расподеле би по западним стандардима пословне етике

била оспоравана етичност. Стопа приноса, дакле, не би зависила од квалитета ресурса који је посвећен пројекту. Ако сагледавамо позицију менаџера пројекта, уочавамо да је у оба система висина награде за уложене ресурсе променљива и зависи од оствареног пословног резултата, с том разликом што је код конвенционалног кредитног финансирања награда менаџера пројекта неизвесна и у погледу стопе учешћа, док је код *ПЛС* аранжмана она унапред дефинисана кључем који важи читав век пројекта. Релативни допринос оба економска фактора резултату се временом драстично може мењати. Нема основа да увећање (као ни умањење) резултата које евентуално настаје временом припишемо као допринос уложеном капиталу, већ искључиво менаџерским напорима. И поред тога, капиталу ће припасти део увећаног резултата, на терет награде менаџеру пројекта. Због тога ће се и принос финансијера на исте суме уложене у различите пројекте кључно разликовати. Уколико се ради о суштински власничким улагањима, ово и није толико неприродан однос ствари, јер се и ризик улагања радикално може разликовати. Али ако *ПЛС* укључује и неке елементе који смањују ризик финансијера, на пример колатерал, позиција финансијера приближава се позицији кредитора, ризик се значајно умањује, и читав систем расподеле пада под још оштрију критику етике.

Поставимо проблем и на следећи начин. Увећање прихода финансијера настало је због примене очигледно неадекватног, анахроног кључа, који је развој описаних околности учинио непоштеним правилом награђивања. Чиме је финансијер заслужио увећање награде? Очигледно добрим избором улагања. У неисламским финансијским системима друштва за управљање инвестиционим фондовима полажу права на накнаду у фиксном износу од вредности улагања, што значи да сам избор улагања, без учешћа у управљању пројектима, представља економску вредност препознату у западним економским системима³. Када на овај начин извршимо декомпозицију, изгледа да се исламски и конвенционални концепт не разликују довољно чак ни да заслуже посебне називе.

Ово значи да је кључ за расподелу утврђен тако да доводи до преливања награде са предузетника на финансијера. Ово се може оценити основним разлогом због кога чак и у исламским финансијским системима предузетници–почетници који верују у своје пројекте радије прибегавају конвенционалним кредитним аранжманима.

³ Такозвани текући трошкови, који падају на терет улагача у отворене инвестиционе фондове који улажу у акције, а који представљају накнаду друштву за управљање по основу избора улагања, административне, рачуноводствене и друге услуге, у САД су 2009. године износили свега 0,86 процената улагања (Investment Company Institute, 2006, p. 3).

Како је исто опредељење примећено и код зрелих фирми, крајњи ефекат је да квалитетнији предузетници и идеје заобилазе исламске модалитете власничког финансирања, а читав систем постаје јако осетљив на манипулације. Искуства у почетној примени агентског аранжмана у Пакистану управо су доказала такве размере делинквенције да их можемо сматрати системским обележјем (Zaher & Hassan, 2001, стр. 171).

Можемо закључити да је због специфичних проблема са којима се исламски ПЛС концепт среће у имплементацији брига да се успостави равноправност у расподели између два кључна економска ресурса довело до нарушавања сразмере између вредности награде и уложених напора управо код оног ресурса за чији је статус ислам посебно заинтересован.

Поменути аргументи указују да темељни аранжмани исламских финансија не гарантују склад интереса финансијера и предузетника, ефикасну контролу на микроекономском нивоу, нити ефикасну алокацију ресурса. У наставку ћемо се осврнути и на аргументе који указују да са оваквим обележјима предложени идеал исламских финансија не гарантује боље резултате ни у домену економске стабилности.

Исламски концепт и економска стабилност

Доминантно власнички карактер улагања, који промовише исламски концепт, али и дужнички облици финансирања везани за конкретну активу, заслужни су за извесне предности који овај концепт има када је у питању стабилност као параметар квалитета финансијског система. Аранжани изведени из теоријског идеала обезбеђују склад између рока расположивости извора и рока везивања средстава, па је ризик ликвидности овде готово искључен. Одлив новца који настаје по основу власничког финансирања појављује се у форми учешћа у добити (дивиденде и слично), па је самим тим обим овог одлива директно одређен оствареном добити (Iqbal & Mirakor, 2009, стр. 124). Одлив по основу повлачења улога финансијера је искључен, не може бити узрок већ само последица ликвидације пројекта. Ипак, специфичне одредбе дозвољавају финансијеру да захтева исплату свог улога из колатерала уколико се утврди да предузетник не користи средства у складу са договором.

Међутим, главне недостатке исламског концепта откривају проблеми које срећемо у његовој практичној примени. Бројним истраживањима (Zaher & Hassan, 2001; Sunderarajan & Errico, 2002; Siddiqui, 2008) утврђено је да се у пракси врло ретко користе управо они аранжмани који најближе представљају идеал исламских финансија. Није јасно у којој мери је занемареност кључних аранжмана последица слабог интереса финансијера, а у којој мери они не одговарају предузетницима, али је свакако истраживањима преференција

банкарских клијената (Khan, 1995; Metawa & Almosawi, (1998) доказано да проблем постоји и на страни тражње.

Код агентског аранжмана проблем одабира правих пројеката за финансирање и проблем појачане склоности ризику који се јавља код предузетника чији је пројекат финансиран изразито су интензивирани, што се сматра кључним за то што је овај аранжман до данас остао на нивоу теоријске спекулације, без готово икакве примене. Дакле, узрок би овде свакако био смањен интерес финансијера.

Обележје аранжмана о заједничком улагању да се једном утврђен кључ за расподелу не може мењати све до ликвидације пројекта, искључује реинвестирање добити као потенцијално значајан извор финансирања, посебно за младе фирме. Из истог разлога било каква накнадна улагања у пројекат нису изводљива (Khan, 1995, стр. 41). Због тога, на почетку успостављена финансијска структура остаје у примени све до окончања пројекта. Нефлексибилност финансијске структуре посебно ограничава динамичне, односно развојно оријентисане фирме. Извесне модификације у правцу постепеног откупа учешћа финансијера од стране предузетника (енгл. *diminishing musharakah*) умањиле би ове проблеме, али би уједно изостале и темељне предности које потичу од трајног карактера улагања, јер би позиција финансијера сада добила и обележја потраживања, уколико се откуп учини обавезним за предузетника, или, уколико се дефинише као његово право, оштећени би били интереси финансијера, јер би био принуђен да напусти профитабилне пројекте.

Посебан аспект проблема економске стабилности изведен је из финансијске стабилности исламских банака. Исламске банке се од конвенционалних разликују и по начину прибављања средстава. Исламски концепт уводи једну специфичну новину, тзв. „инвестиционе депозите“. Конкретно, улагач банци поверава средства које банка са потребном бригом улаже за његов рачун. Ово је аранжман готово идентичан описаном агентском аранжману, с том разликом што на овај начин банка представља агента, који прибавља средства и улаже их по својој процени.

У теоријским моделима банака (Diamond, 1984) постулира се да депоненти немају компетенције нити интерес довољан да се активније укључе у анализу економских пројеката, па преносе овај задатак на банку. Банка представља инвеститора специјализованог за избор пројеката за финансирање. Да би привукла средства од лица која не могу имати увид у начин на који банка њихов новац инвестира, мора им понудити уговор који им гарантује привилеговано право на моментално повлачење улога (често уз додатне експлицитне гаранције наплативости). Игноришући ове чињенице, исламски концепт заступа идеју да улагач и банка партнерски деле ризик и принос од финансираних пројеката. И у овом случају на концептуалне мањ-

кавости указује управо конфузија у практичној имплементацији. На пример, у Турској инвестициони депозити уживају третман власничких улагања код примене политике обавезних резерви ликвидности, па су по томе изузети код прорачуна основице, иако су, уколико је улагач физичко лице, потпуно покривени експлицитним осигурањем депозита, што значи да у овом случају уживају третман депозита као специфичне обавезе банке (Okumuş, 2005, стр. 56).

Два основна исходишта ефикасности па самим тим и стабилности банака су диверсификација (извора и пласмана) и супериорна експертиза у процени бонитета пројеката. Изван кредитног посредовања ова два аргумента долазе у конфликт један са другим. Наиме, висок степен диверсификације не може се обезбедити уколико се од финансијера очекује да истовремено уско прати и учествује у управљању пројектима.

Још један аспект исламског концепта значајан је за импликације на економску стабилност. Негативан став према камати у финансирању предузетничких подухвата ислам проширује и на камату на финансијске инструменте јавног дуга. Став о јавном дугу је оно обележје овог учења са којим би се најлакше могли сложити и теоретичари западне провенијенције.

У теорији финансијског тржишта познато је обележје прилагођавања каматних стопа на приватни и јавни дуг. Преко тзв. Арбитражних релација, каматна стопа на јавни дуг подиже каматну стопу коју приватни сектор мора платити. Само на основу поменуте везе може се закључити да неодговорно понашање савремених држава може бити један од главних генератора високих каматних стопа. Због предимензиониране јавне потрошње приватни производни сектор доводи се у неповољан положај, било директним пореским захватањима, истискивањем са финансијског тржишта преко поменутог механизма или нарушавањем монетарне, па чак и политичке стабилности. Да би се целовитије сагледао овај проблем, у анализу треба укључити и монетарну политику. Експанзивна монетарна политика, на пример, преко операција на отвореном тржишту обара цену дефицитног финансирања буџета, али као последицу ствара инфлацију, при чему монетарне интервенције на тржишту јавног дуга понекад добијају такве размере да се намеће питање да ли се на овај начин само прикрива „огољена“ монетизација јавног дуга. На пример, крајем 2010. године преко 45 процената јавног дуга ове државе налазио се у поседу централне банке (Систем федералних резерви) и разних државних фондова (Маринковић, 2011, стр. 52). Поменути проблеми могу се умањити уколико се држава финансира изван националних граница, али тада проблем само мења облик и често добија далеко веће размере. На пример, због неодговорне фискалне политике, Грчка је 2011. године по основу камата исплатила око 30 процената својих укупних

јавних прихода, и довела у питање своју економску и политичку независност. Због врло неефикасне контроле власти државе у развоју су још и осетљивије на овај проблем⁴.

ЗАКЉУЧАК

Један од проблема које ислам види у конвенционалном кредитном уговору је однос између приноса који припада финансијеру пројекта и приноса који припада предузетнику. Исламски теоретичари виде као пожељан правац друштвене реформе успостављање пуне равноправности између економски неједнаких уговорних страна. Уважавање економске неједнакости, пре свега неједнаке информисаности (и компетенција) економских актера, темељна је претпоставка савремене економске парадигме, а бројне економске институције настале су као одговор на овај проблем. Кредитни уговор је и настао као одговор на проблем супериорне информисаности агента у односу на принципала. Специфични власнички модалитети финансирања, које заговара исламски парадигматски концепт, у пракси нису масовније заживели јер остају мањкави у погледу заштите интереса обе уговорне стране. Интерес финансијера је нарушен због интензивираних проблема неповољног избора (енгл. *adverse selection*) и појачане склоности предузетника ка ризику (енгл. *moral hazard*), док је интерес предузетника нарушен због нефлексибилности финансијске структуре и система расподеле који не омогућује да се награда за мењачке напоре флексибилно прилагођава доприносу који овај ресурс даје заједничком резултату. Сличне проблеме наилазимо и у контексту финансирања исламских банака. На основу изнетог закључујемо да је реформистичка улога исламског концепта у области финансирања приватног сектора врло слаба. Реформа којом би се укинула једна постојећа могућност и оставила само друга могућност у основи представља смањење слободе избора. Са друге стране, иако радикалан, однос ислама према јавном дугу препознаје значај епидемије јавног дуга као горућег проблема модерних економија.

ЛИТЕРАТУРА

- Bebczuk, N. R. (2003). *Asymmetric information in financial markets: Introduction and applications*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Чарга, У. (2006). The nature of *riba* in Islam, *Journal of Islamic Economics and Finance*, 2(1), 7–25.

⁴ На пример, Пакистан је 1998. године за сервисирање дугова издвојио чак 46 % буџета, за одбрану 24 %, за администрацију 12%, а свега 18% за развој и унапређење услова живота, односно за образовање, здравство и инфраструктуру (Чарга, 2000, р. 9).

- 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(), 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., & Almossawi, 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.
- Siddiqui, 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 завјета*. (2003). Стари завјет превео Даничић, Ђ, Нови завјет превео Стефановић Карацић, В., Београд: Библијско друштво Србије и Црне Горе/Партенон.
- Zaher, S. T., & Hassan, M. K. (2001). A comparative literature survey of Islamic finance and banking. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10(4), 155–199.

Srdan 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.