
Fikret Hadžić

Islamski pristup tržištu kapitala

Rezime

S aspekta finansiranja ekonomskog razvoja nesumnjiv je značaj finansijskog tržišta, njegovih instrumenata i institucija. Aktivnosti na konvencionalnim finansijskim tržištima realiziraju se korištenjem kamate kao cijene novca ali i jednog od značajnih motiva investiranja. S druge strane, islamska ekonomija odbacuje kamatu kao poslovnu kategoriju i nastoji izgraditi koherentan finansijski sistem koji se neće zasnivati na kamati. Kako prepoznati instrumente finansiranja koji su prihvatljivi s aspekta *Šerijata*, odnosno kakav odnos treba imati prema dionicama, obveznicama, opcijama, fjučersima i drugim instrumentima tržišta kapitala ukoliko želimo naše ponašanje u finansijskoj sferu uskladiti s učenjima islama. Cilj ovog rada je analiza osnovnih karakteristika i prihvatljivosti pojedinih instrumenata konvencionalnog tržišta kapitala s aspekta islamske ekonomije, odnosno traženje odgovora na pitanje da li su pojedini instrumenti konvencionalnog tržišta kapitala prihvatljivi s aspekta islamske ekonomije. Rezultati istraživanja ukazuju na prihvatljivost običnih dionica i varanta kao instrumenata tržišta kapitala. S druge strane, preferencijalne ili drugi oblici dionica koji njihovim vlasnicima "daju ili osiguravaju" više prava u odnosu na druge nisu prihvatljivi s aspekta učenja islamske ekonomije. Obveznice, kao dužnički vrijednosni papiri, nisu prihvatljive jer u sebi sadrže elemente kamate, koja je u islamu strogo zabranjena. Ista je situacija i sa hibridnim finansijskim instrumentima ili finansijskim derivatima kao što su opcije i fjučersi jer, pored kamate, u sebi sadrže i elemente „klađenja ili kockanja”, što je s aspekta islamskih finansija, odnosno islamske ekonomije, također neprihvatljivo.

Uvod

Finansijsko tržište se definira kao mjesto na kojem se susreću ponuda i potražnja finansijskih sredstava – novca kao specifične robe. Kao što robno tržište spaja kupce i prodavce, tako i finansijsko tržište spaja štediše i investitore. Cijena se formira na osnovu odnosa ponude i potražnje i izražena je kamatom u konvencionalnom bankarstvu. Visina kamatne stope zavisi od rizika ulaganja. Očekuje se da je veća od kamatne stope koju komercijalne banke nude za depozite, dok bi za emitente bila povoljnija od kamate koju bi platili bankama po kreditnom zaduženju. Znači, visina kamatne stope bi bila u zoni prosječne kamatne marže, što znači u zoni razlike između prosječne aktivne i prosječne pasivne kamate (stope koju banke naplaćuju po odobrenim kreditima i one koju plaćaju za primljene depozite). Kupoprodaja finansijskih sredstava vrši se na osnovu obligacija ili obligacionih odnosa. Povjerioci, kao potvrdu za investirana sredstva, dobijaju obligaciju – certifikat koji nastaje prilikom uspostavljanja finansijskog odnosa i koji predstavlja vrijednosni papir.

Emisija vrijednosnih papira, u razvijenim tržišnim privredama, predstavlja značajan izvor kako internog tako i eksternog finansiranja. Kamata se pojavljuje kao jedan od ključnih motiva. Pored toga, investitori mogu ostvariti zaradu kupovinom po jednoj i kasnijom prodajom po većoj cijeni, ukoliko cijene vrijednosnih papira rastu, ali i ostvariti gubitak ukoliko cijena ranije kupljenih vrijednosnih papira, u međuvremenu, padne. I konačno, investirajući na razvijenim finansijskim tržištima, investitori se ne odriču likvidnosti jer su u prilici da, prodajući vrijednosne papire, dođu do likvidnih sredstava.

Razvojem finansijskog tržišta, te posebno razvojem pojedinih finansijskih instrumenata i institucija jača potreba za analizom njihove prihvatljivosti s aspekta učenja islamske ekonomije, odnosno islama. Cilj ovog rada jeste analiza osnovnih karakteristika i prihvatljivosti pojedinih instrumenata konvencionalnog tržišta kapitala s aspekta islamske ekonomije, odnosno traženje odgovora na pitanje da li su pojedini instrumenti konvencionalnog tržišta kapitala prihvatljivi sa aspekta islamske ekonomije. Negativan odgovor predstavljao bi polaznu osnovu istraživanja alternativnih rješenja.

1. Finansijsko tržište

U širem smislu finansijsko tržište obuhvata tržište kredita i međubankarsko tržište novca. Na njemu se pojavljuju ponuđači, tražioci i posrednici. Kao

ponuđači pojavljuju se pravna i fizička lica koja imaju suficit finansijskih sredstava i koja ih ne mogu ili ne žele investirati u kupovinu realne imovine niti povjeriti banci u vidu depozita. Kao tražioci se pojavljuju pravna lica, obično dionička društva koja imaju deficit finansijskih sredstava i koja ih namjeravaju investirati u kupovinu realne aktive ili unapređenje vlastitog biznisa. Između njih se može uspostaviti neposredan ili direktan odnos ili se taj odnos može realizirati preko posrednika.

Posrednici su, obično, različite specijalizirane finansijske institucije koje imaju odgovarajuća znanja i informacije o tražiocima i ponuđačima finansijskih sredstava. One biraju najbolje projekte ili kompanije koje će finansirati i na taj način vrše efikasnu alokaciju štednje maksimalizirajući stope rasta i ostvarujući najveće zarade. Finansijska tržišta mogu biti uređena i spontana. Ipak, države nastoje urediti vlastita finansijska tržišta kako bi osigurale prihvatljiv nivo javne kontrole, te spriječile moguće zloupotrebe. To je posebno značajno s aspekta stabilnosti tržišta, odnosno jačanja povjerenja učesnika u regularnost ukupnog procesa. S tim ciljem došlo je do razvoja različitih institucija finansijskog tržišta.

Zadatak finansijskog tržišta je da olakša proces usmjeravanja štednje, kao temeljnog izvora finansiranja, u investicije. Bez štednje nema investicija, a bez investicija nema ekonomskog rasta. Zbog toga je izgradnja finansijskog tržišta i njegovih institucija kao pretpostavke efikasnog prikupljanja štednje i usmjeravanja ka investicijama važna za privredni razvoj. U ovom kontekstu potrebno je ukazati i na međuzavisnost realnog i finansijskog sektora. Bez razvoja realnog nema razvijenog finansijskog sektora, kao i obratno. Navedeno ukazuje na njihovu čvrstu povezanost i međuzavisnost, o čemu treba posebno voditi računa prilikom kreiranja strategije ekonomskog razvoja.

2. Tržište kapitala

Finansijsko tržište se, u osnovi, sastoji od tržišta novca¹ i tržišta kapitala. Za dobivena finansijska sredstva kompanije izdaju vrijednosnice ili vrijednosne papire, odnosno finansijske instrumente. U zavisnosti od toga da li se vrijednosni papiri prvi put pojavljuju na finansijskom tržištu (prodaju se od izdavača ili emitenta) ili se vrši promet već postojećih vrijednosnih papira,

¹ Tržište novca predstavlja tržište kratkoročnih vrijednosnih papira koji, u pravilu, dospijevaju u roku kraćem od godinu. Ono obuhvata i međubankarsko tržište novca.

razlikujemo primarno i sekundarno finansijsko tržište. Prodajom vrijednosnih papira na primarnom tržištu kompanija dobija likvidna sredstva koja joj služe za finansiranje vlastitih investicija, odnosno razvoja. Time se vrši mobilizacija decentralizirane novčane štednje stanovništva u privredne svrhe, čime primarno tržište kapitala doprinosi povećanju imovine privrede.²

Na sekundarnom tržištu vrši se promet ranije emitiranih vrijednosnih papira. Njihovom preprodajom kompanija ne dobija likvidna sredstva. Sekundarno tržište finansijske instrumente čini likvidnim, omogućavajući njihovim vlasnicima da dođu do likvidnih sredstava. Ono ne doprinosi povećanju imovine privrede već samo pomaže procesu promjene strukture vlasnika. Motiv aktivnosti učesnika na sekundarnom tržištu može biti profit ostvaren prodajom vrijednosnih papira pod povoljnijim uvjetima ili njihova transformacija u likvidni, odnosno novčani oblik. Kvalitet finansijskog tržišta se upravo i mjeri njegovom likvidnošću, odnosno pitanje koje se postavlja jeste da li se bar na nekim segmentima tog tržišta mogu u svako doba prodati vrijednosni papiri sa dugim rokovima dospjeća ili, čak, papiri koji uopće nemaju rok dospjeća?³

Sekundarno tržište, na osnovu odnosa ponude i potražnje, određuje cijenu postojećih vrijednosnih papira, ali time i cijenu novih koje će kompanije kasnije emitirati i prodavati na primarnom tržištu. Time se posredno određuje i tržišna vrijednost same kompanije čiji vrijednosni papiri kotiraju na sekundarnom tržištu. Tako cijene ostvarene na sekundarnom utječu na formiranje cijena na primarnom tržištu kapitala. S aspekta finansiranja razvoja značajnije je primarno finansijsko tržište, jer se u okviru njega vrši emisija i prodaja vrijednosnih papira za novac (na dugoročnoj osnovi) koji pripada kompanijama i koji se koristi za finansiranje njihovog poslovanja i razvoja.

Postoji više kriterija razvrstavanja vrijednosnih papira, ipak, najznačajnija je osnovna podjela na dionice i obveznice. Kod nekih vrijednosnih papira kombinirane su karakteristike osnovnih, pa su razvijeni tzv. hibridni vrijednosni papiri (preferencijalne dionice ili participativne obveznice), te tzv. izvedeni vrijednosni papiri (prava, opcije, varanti i sl.). Finansijske institucije, također, mogu emitirati i prodavati svoje vrijednosnice koje predstavljaju sekundarne

² Orsag, Silvije, *Finansiranje emisijom vrijednosnih papira*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1992., p. 21.

³ Ćirović Milutin, *Finansijska tržišta, instrumenti, institucije, tehnologije*, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2007. p. 11.

ili indirektno vrijednosne papire. Odnos između primarnih i sekundarnih vrijednosnih papira ukazuje na razvijenost finansijskog tržišta.

2.1. Islamski pristup tržištu kapitala

S aspekta islamske ekonomije nije sporno postojanje tržišta kapitala niti aktivnosti na tom tržištu uz uvjet da one nisu u suprotnosti učenjima islama, odnosno *Šerijatu*.⁴ Takve aktivnosti ne smiju sadržavati elemente koje islam zabranjuje jer bi se, u suprotnom, radilo o nedozvoljenim (*haram*) aktivnostima. Inače, islamske finansije razvijene su u okviru islamske ekonomije uz respektiranje sljedećih ograničenja: 1) zabrana proizvodnje i trgovine u islamu zabranjenih roba (alkohol, intoksikanti, droge, svinjetina, pornografija i sl.), usluga (igre na sreću, prostitucija i sl.), djelatnosti (proizvodnja, promet i distribucija zabranjenih proizvoda) i aktivnosti (monopolistička zarada profita, korupcija, podmićivanje, zloupotrebe, "pranje novca", špekulacije, prevare, terorizam i sl.); 2) zabrana kamate; 3) zabrana transakcija koje sadrže visok stepen neizvjesnosti; 4) zabrana trgovine na nedozvoljen način, te drugim zabranjenim aktivnostima.⁵

U ovom razmatranju, ukazat ćemo na osnovna ograničenja ili zabrane koje opredjeljuju stavove teoretičara islamske ekonomije kako za ocjenu prihvatljivosti pojedinih konvencionalnih, tako i za koncipiranje islamski prihvatljivih finansijskih instrumenata.⁶

2.1.1. Dionice

Dionice su značajan instrument tržišta kapitala i jedna od osnovnih vrsta dugoročnih vrijednosnih papira. Kao što su obveznice zajmovni ili kreditni, tako su dionice vlasnički ili korporacijski vrijednosni papiri. Mogu ih izdavati samo dionička društva, odnosno kompanije. Na osnovu dionica kupci ostvaruju

⁴ Detaljnije vidi u: Štulanović Muharem i Hadžić Fikret, *Osnovi islamske ekonomije i finansija*, Ekonomski fakultet u Bihaću i Islamska pedagoška akademija u Bihaću, Bihać, 2007.

⁵ Detaljnije vidi: Hadžić Fikret, *Islamsko bankarstvo i ekonomski razvoj*, Ekonomski fakultet u Sarajevu, Sarajevo, 2005.

⁶ Yousif, Al-Yousif, Khalifa, Financial Markets: An Islamic Perspective, a lecture prepared for 8th Intensive Orientation Course: *Islamic Economics, Banking & Finance*, Seminar Proceedings, Markfield Conference Centre, Leicestershire, UK, 1999., p. 2.

pravo vlasništva nad dijelom vlasničke glavnice dioničkog društva i ne mogu ih neposredno povlačiti iz društva. Vlasnik dionice postaje suvlasnik društva koje je emitiralo dionice i kao nagradu za uložena sredstva dobija naknadu – dividendu koja je promjenljiva i zavisi od poslovnog rezultata društva. Prihode po osnovu dionica vlasnik može ostvariti i njihovom prodajom na sekundarnom tržištu.

Vlasniku dionica pripada i pravo upravljanja dioničkim društvom. Ono se realizira na skupštini dioničara srazmjerno učešću dionica s pravom glasa u ukupnom dioničkom kapitalu društva. Osim navedenog, vlasnici dionica obično imaju i pravo preče kupnje novoemitiranih dionica, pravo na imovinu kao ostatka ostvarenog likvidacijom društva, te neka druga prava (pravo prodaje svojih dionica, pravo na izvještavanje, kontrole i revizije i sl.). Dionice nemaju unaprijed određen rok dospijeca, tako da predstavljaju permanentne ili trajne vrijednosne papire. Mogu glasiti na ime i na donosioca. Na osnovu njih društvo prikuplja potrebna novčana sredstva za finansiranje svog razvoja, ali i redovnog poslovanja. U osnovi se dijele na obične i preferencijalne ili prioritetne.

Obične dionice imaju navedene karakteristike. Ukoliko potječu od društava ili kompanija koje se bave dozvoljenim ili *halal* poslovnim aktivnostima (proizvode *halal* proizvode, pružaju *halal* usluge), ukoliko su svoju imovinu stekle i posluju na *halal* način, te ukoliko se promet njihovih dionica vrši na jedan od dozvoljenih načina trgovine, onda se može zaključiti da su obične dionice i njihovo tržište u potpunosti prihvatljivi s aspekta *Šerijata*, islama, odnosno islamske ekonomije. Dalje specifičnosti ili razlike u odnosu na konvencionalne obične dionice sastoje se u sljedećem:

- prema *Šerijatu*, dionice koje predstavljaju vlasnički udio u projektu mogu se prodavati u toku njihove emisije i nakon početka realizacije projekta, dok je zabranjena njihova prodaja prije emitiranja;
- *mudarib* (menadžer) potpuno je samostalan u vođenju projekta ili kompanije. Kod konvencionalnog pristupa dioničari srazmjerno svom učešću u kapitalu imaju pravo upravljanja dioničkim društvom ili projektom. Kod islamskog pristupa vlasnici finansijskih instrumenata nemaju upravljačku funkciju i ne miješaju se u vođenje projekta. *Mudarib* (agent-menadžer), odabran na osnovu povjerenja, kao častan, iskusan i sposoban da vodi projekt, potpuno je samostalan u donošenju potrebnih odluka. Uloga vlasnika finansijskih instrumenata svedena

je samo na monitoring realizacije projekta u skladu s ugovorom i drugim dokumentima (*feasibility* ili studija izvodljivosti, prospekt i slično), odnosno praćenje rada *mudariba* i zaštitu interesa dioničara. Članovi monitoring tima (odbora) mogu biti sami dioničari ili treća lica koja oni ovlaste. Ukoliko *mudarib* prekrši bilo koju odredbu ugovora, odgovoran je za štetu koja može nastati ugrožavanjem interesa dioničara. U slučaju gubitka, njega u potpunosti snose vlasnici kapitala, odnosno dioničari;

- dioničarstvo može biti vremenski limitirano, bez razlike da li se radi o dioničkom društvu ili konkretnom pojedinačnom projektu.

Uz poštovanje navedenih ograničenja, obične dionice su prihvatljive s aspekta islamske ekonomije.

Preferencijalne ili prioritetne dionice predstavljaju tipične hibridne vrijednosne papire jer sadrže karakteristike kako dionica tako i obveznica. Njihova sličnost s običnim dionicama je u tome što nemaju "rok vraćanja". U odnosu na obične dionice, ne sadrže upravljačka prava u kompanijama,⁷ ali sadrže pravo naplate dividende u određenom fiksnom iznosu, te pravo prvenstva naplate u postupku likvidacije dioničkog društva. Preferencijalne dividende mogu se isplatiti prije isplate običnih, čime vlasnike običnih dionica dovodi u neravnopravan položaj jer je isplata običnih dividendi uvjetovana isplatom preferencijalnih.

Obračun i isplata dividendi po preferencijalnim dionicama vrši se tromjesečno ili polugodišnje, a samo izuzetno na kraju poslovne godine. Fiksni iznos dividendi na preferencijalne dionice približava ove vrijednosne papire obveznicama.⁸ Taj fiksni iznos određuje se na dva načina: u apsolutnom iznosu visine dividende po dionici ili procentualno u odnosu na nominalnu vrijednost dionice. Može se utvrditi i varijabilna ili fluktuirajuća stopa preferencijalnih dividendi koja je vezana za fluktuaciju tržišnih kamatnih stopa, a ne za fluktuaciju poslovnog rezultata emitenta.

⁷ Osim u određenim slučajevima koje ovdje nećemo detaljnije razmatrati.

⁸ Orsag, Silviije, *Finansiranje emisijom vrijednosnih papira*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1992., p. 233.

Preferencijalne dionice su obično i kumulativne, što znači da se obaveza neisplaćenih preferencijalnih dividendi iz jedne godine prenosi u narednu. Dividenda na obične dionice ne može se isplaćivati prije isplate zaostalih, kao i preferencijalnih dividendi iz tekuće godine. I navedeno kumulativno pravo isplate dividendi približava ove dionice obveznicama.

Participativna prioritetna dionica ima pravo da putem fiksne dividende, koju u svakom slučaju donosi, učestvuje i u raspodjeli dividendi koje se plaćaju običnim dionicama, u omjeru i u iznosu koji odredi skupština dioničkog društva.⁹ Kod stečaja ili likvidacije dioničkog društva položaj preferencijalnih dionica nadređen je običnim dionicama, jer će iz likvidacione mase najprije biti namirena potraživanja povlaštenih dioničara, a ostatak će služiti za isplate vlasnicima običnih dionica. One obično ne sadrže pravo glasa, odnosno učešća u upravljanju dok god je isplata preferencijalnih dividendi uredna i blagovremena.

Ukoliko dođe do zastoja u isplati, onda preferencijalne dionice dobijaju pravo glasa, a njihovi vlasnici mogu učestvovati u upravljanju dioničkim društvom. Prema tome, preferencijalne dionice nose manji rizik u odnosu na obične dionice i veći u odnosu na obveznice, ali zato su i prinosi koje ostvaruju veći u odnosu na prinose od obveznica.¹⁰ Imaju povlašteni položaj u odnosu na obične dionice, dovodeći svoje vlasnike u poziciju koja je između "pravih vlasnika" društva i njegovih kreditora. One sadrže karakteristike obveznica koje su vezane za fiksni prinos i kamatu.

Usljed navedenih karakteristika preferencijalnih dionica kojima njihovi vlasnici za sebe osiguravaju prava ostvarenja prihoda u fiksnom iznosu koji nije vezan za poslovni rezultat društva, elemenata kamate sadržanih u ovoj vrsti dionica, te dovodenja u neravnopravan položaj u odnosu na vlasnike običnih dionica, može se zaključiti da preferencijalne dionice predstavljaju neprihvatljiv finansijski instrument sa aspekta *Šerijata*, odnosno islamske ekonomije.¹¹

⁹ Handžeković, Marijan, *Vrijednosni papiri i njihovo tržište*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1990., p. 7.

¹⁰ Francis, Jack, Clark, *Management of Investments*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1988., p. 31.

¹¹ Ista situacija je i sa konvertibilijama koje njihovim vlasnicima pružaju mogućnost da ih zamijene za druge vrijednosne papire njihova izdavaoca po unaprijed utvrđenim uvjetima. S obzirom na to da se, u osnovi, radi o obveznicama i preferencijalnim dionicama koje njihovi vlasnici mogu konvertirati u obične dionice, onda je i njihov tretman s aspekta islamske ekonomije isti kao i obveznica i preferencijalnih dionica.

Navedeni stav o preferencijalnim dionicama zastupa i *Islamic Fiqh Academy*¹² te brojni drugi teoretičari islamske ekonomije.¹³ Jedan od vodećih teoretičara islamske ekonomije Zarqa¹⁴ u svom radu nastoji modificirati osnovne karakteristike konvencionalnih preferencijalnih dionica i učiniti ih prihvatljivim s islamskog aspekta. U tom smislu predlaže novi način obračuna preferencijalne dividende i nastoji uvesti pojam “islamske preferencijalne dionice”. Također, kod kumulativnih preferencijalnih dionica predlaže formiranje tzv. *profit stabilization fund* u koji bi se kumulirale sve zarade društva (bilo da se radi o dobitima ili gubicima) i iz kojeg bi se svake tri godine isplaćivale dividende. Ukazuje na potencijalni značaj preferencijalnih dionica i sugerira primjenu njihovog modificiranog oblika.¹⁵ Ipak, procjenjujemo da i modificirane preferencijalne dionice zbog navedenih karakteristika, i nakon predloženih modifikacija, ne mogu biti prihvatljiv finansijski instrument s aspekta islamske ekonomije. Eliminacijom svih neprihvatljivih elemenata kod preferencijalnih dionica, one bi se, po svojoj suštini, izjednačile s običnim, dakle s islamskog aspekta, prihvatljivim dionicama, stoga nam se napori oko njihove modifikacije čine suvišnim.

¹² Wilson, Rodney, *Economics, Ethics and Religion*, Macmillan, London, 1997., p. 88.

¹³ Vidi: Hassan, Hussein, Hamid, „Flexibility of *Shari’ah* Principles of Finance and Resource Mobilization needs of Governments“, u Ahmad, Ausaf i Khan, Tariqullah, *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A, 1997., p. 44.; Mannan, M., A., *Understanding Islamic Finance: A Study of the Securities Market in an Islamic Framework*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A, 1993., p.48.

¹⁴ Vidi: Zarqa, Mohammad, Anas, „*Shari’ah* Compatible Shares: a Suggested formula and rationale“, u Mannan, M. A., (ed.), *Financing development in Islam*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A, 1996.

¹⁵ “To me navodi da vjerujem da preferencijalne dionice mogu imati korisnu ulogu u islamskoj beskamatnoj ekonomiji u kojoj su zabranjene na kamati zasnovane obveznice.” Zarqa, Ibid., p. 29. Također je interesantno da Yousif u svom radu u kojem prezentira islamski pristup finansijskim tržištima i njihovim instrumentima ne iznosi stav o pitanju preferencijalnih dionica. Vidi: Yousif, Al-Yousif, Khalifa, „Financial Markets: An Islamic Perspective“, a lecture prepared for 8th Intensive Orientation Course: *Islamic Economics, Banking & Finance*, Seminar Proceedings, Markfield Conference Centre, Leicestershire, UK, 1999.

2.1.2. Varanti

Izdaju se vlasnicima preferencijalnih i običnih dionica kao prava da mogu po unaprijed utvrđenoj fiksnoj cijeni kupovati obične dionice dioničkog društva. Obično nose fiksno utvrđeno vrijeme u kojem se mogu iskoristiti, dok nakon tog roka pravo iz varanta prestaje. Osnovni razlog izdavanja varanta jeste povećanje atraktivnosti emisije vrijednosnih papira. Prema stavu Islamic Fiqh Academy, varanti ne nude privilegije njihovim vlasnicima u odnosu na druge dioničare, tako da, s islamskog aspekta, mogu biti prihvatljivi.¹⁶

2.1.3. Obveznice

Obveznice predstavljaju jednu vrstu zajma ili kredita. Prilikom uzimanja zajma zajmoprimac izdaje obveznicu ili obligaciju kojom potvrđuje da će zajmodavcu platiti unaprijed utvrđenu kamatu a glavnicu vratiti u skladu s utvrđenim rokom dospijeca. U pravilu se radi o dugoročnim vrijednosnim papirima, mada mogu biti izdati i u kraćim razdobljima. U pravilu, na posuđena sredstva izdavanjem obveznica plaćaju se kamate. One su vrijednosni papiri koji svojim vlasnicima obično donose fiksni¹⁷ prinos – kamatu i posebno su pogodne za investitore koji imaju averziju prema riziku. Neke obveznice mogu imati i fluktuirajuću kamatnu stopu ili, čak, da uopće ne sadrže kamatne kupone,¹⁸ što ne znači da se u tom slučaju, na posredan način, ne plaća kamata.

Prema tome, obveznica, kao važan instrument konvencionalnog finansijskog tržišta, tijesno je povezana s kamatom tako da su njihovo izdavanje, trgovina i promet zabranjeni s aspekta *Šerijata*, odnosno učenja islamske ekonomije.¹⁹

¹⁶ Wilson, Rodney, *Economics, Ethics and Religion*, Macmillan, London, 1997., p. 88.

¹⁷ Pored obveznica s fiksnom kamatom, koje predstavljaju njihov osnovni oblik, postoje i obveznice s varijabilnom kamatnom stopom.

¹⁸ U ovom slučaju se radi o tzv. "nul-kupon zajmovima" ili "zero-bonds" kod kojih se ne štampaju kamatni kuponi. Umjesto periodičnog plaćanja kamata, kamate se tezuriraju i isplaćuju u jednom iznosu na dan dospijeca zajma. Navedene obveznice često se prodaju i uz diskont, za iznos kamate prema tržišnoj kamatnoj stopi. Vidi: Mulić, Midhat, *Vrijednosni papiri, mogućnosti ulaganja i rizici*, Central profit banka, Sarajevo, 1999., p. 28.

¹⁹ Isto je jasno potvrđeno rezolucijom *Islamic Fiqh Academy*. Vidi: Yousif, Al-Yousif, Khalifa, "Financial Markets: An Islamic Perspective", a lecture prepared for 8th Intensive Orientation Course: *Islamic Economics, Banking & Finance*, Seminar Proceedings, Markfield Conference

Ovdje treba naglasiti da, iako mnogi islamski finansijski instrumenti u svom nazivu sadrže riječ “obveznica” (*bonds*), oni u biti ne predstavljaju obveznice u konvencionalnom (navedenom) značenju tog pojma. One nemaju karakteristike klasičnih obveznica, a njihovo suštinsko određenje bliže je pojmu “dionice” nego obveznice.²⁰ To su tzv. “razvojne obveznice” kod kojih je stopa povrata vezana za *cash flows* projekta koji se njima finansira. U ovom slučaju, obično se radi o finansiranju većih, infrastrukturnih projekata.²¹

2.1.4. Opcije i fučersi

Opcije se mogu definirati kao pismene punomoći kojima njihov izdavalac daje kupcima pravo na kupnju i/ili prodaju određenog paketa vrijednosnih papira u određenom vremenu i po utvrđenoj cijeni.²² One se, uglavnom, vežu za prava kupovine i/ili prodaje realne imovine ili običnih dionica. Predstavljaju mogućnost, odnosno pravo, ali ne i obavezu za njihove vlasnike. Pravo kupovine koje proistječe iz *call-opcije*, njen vlasnik će iskoristiti ukoliko je tržišna vrijednost vrijednosnog papira veća od njegove izvršne cijene u opciji. To pravo oni kupuju od emitenta opcije i, ukoliko ga ne iskoriste do određenog vremena, onda opcija prestaje, a njen vlasnik gubi samo cijenu koju je platio njenom emitentu.

Cijena opcije naziva se premija i odnosi se na “mogući budući kapitalni dobitak” od transakcije s vrijednosnim papirom.²³ Dok *call-opcija* predstavlja pravo kupovine, *put-opcija* predstavlja pravo prodaje vrijednosnih papira po utvrđenoj cijeni na dan njenog dospijeca. Vlasnik ove opcije iskoristit će svoje

Centre, Leicestershire, UK, 1999., p. 6.; Također vidi: Hassan, Hussein, Hamid, “Flexibility of *Shari'ah* Principles of Finance and Resource Mobilization needs of Governments”, u Ahmad, Ausaf i Khan, Tariqullah, *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A, 1997., p. 41.

²⁰ Vidi: Fahmy, Hussein i Sarkar, Abdul, Awwal, “Islamic Modes of Finance and Financial Instruments for Resource Mobilization: a Survey”, u Ahmad, Ausaf i Khan, Tariqullah, *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A, 1997., p. 88.

²¹ Siddiqi, Moin, “Banking on Shari'ah principles”, *Middle East*, Jul/Aug, 2002., Issue 324.

²² Orsag, Silvije, *Finansiranje emisijom vrijednosnih papira*, Institut za javne finansije, Zagreb, 1992., p. 250.

²³ Orsag, Ibid., p. 279.

pravo samo u slučaju ako tržišna cijena vrijednosnih papira, za koje je vezana opcija, padne ispod njihove zagarantirane cijene u *put-opciji*. Na taj način njen vlasnik ostvaruje određeni kapitalni dobitak od prodaje vrijednosnih papira po cijeni višoj od tekuće tržišne cijene. U suprotnom, on ostvaruje gubitak jednak premiji koju je platio prilikom kupovine *put-opcije*. Opcije izdaju ili “sastavljaju” investitori na tržištu kapitala, a ne kompanije koje su emitirale vrijednosne papire. U osnovi poslova s opcijama jeste špekulacija na porast (kod *call-opcije*) ili na pad (kod *put-opcije*) cijena vrijednosnih papira na tržištu.

Fjučersi predstavljaju ugovore o kupovini ili prodaji fiksnih količina određenih roba, valuta ili vrijednosnih papira uz isporuku određenog datuma u budućnosti po ranije utvrđenoj (fiksnoj) cijeni.²⁴ Ovakvim transakcijama prodavac se obavezuje isporučiti precizno definiranu količinu određene robe na određeni dan u budućnosti po cijeni koja je fiksno određena u sadašnjosti. Plaćanje neće biti izvršeno prije datuma isporuke. Za razliku od opcija, koje predstavljaju pravo ili mogućnost, kod fjučers ugovora radi se o definitivnoj prodaji, odnosno kupovini.

Oni pružaju mogućnost onima koji moraju kupiti robu u budućnosti da se zvanično zaštite od rizika promjene njene cijene (hedžeri). Njihov cilj je smanjenje rizika gubitka koji nastaje od promjena cijena roba ili finansijskih instrumenata u budućnosti. Ti rizici se prenose na špekulante koji su ih spremni snositi, očekujući da će na osnovu promjena cijena u budućnosti ostvariti odgovarajuću zaradu. Razvili su se na terminkim tržištima i predstavljaju trgovinu robnim ili finansijskim kupoprodajnim ugovorima. Mogu se temeljiti na realnim fungibilnim robama (guma, pamuk, kakao, kafa, nafta, žito, bakar i sl.) ili na instrumentima finansijskog tržišta (obveznice, valute, dionice i sl.).

Otvaranjem Londonske međunarodne berze finansijskih fjučers ugovora (LIFFE), ranih osamdesetih godina, započela je trgovina finansijskim fjučersima s ciljem zaštite investitora u obveznice s fiksnom kamatnom stopom od fluktuacije kamatnih stopa na finansijskom tržištu.²⁵ Ovo tržište smatra se najrizičnijim i najšpekulativnijim od svih investicionih tržišta.

Opcije i fjučersi predstavljaju hibridne finansijske instrumente ili finansijske derivate jer je njihova vrijednost “izvedena” iz obveznica, dionica,

²⁴ Oxford University Press, *Dictionary of Finance*, 1993., p. 121.

²⁵ Foley, Bernard, *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1993., p. 151.

valuta ili realnih roba za koje su vezani i na kojima se zasnivaju. Za špekulante, oni, na određeni način, predstavljaju “klađenje” o pravcu i dinamici kretanja cijena finansijskih instrumenata ili realnih roba na tržištu. Ukoliko su interesi špekulanata značajni ili ugroženi, onda će oni biti zainteresirani da ih štite posredno ili neposredno, utječući na realna tržišta finansijskih instrumenata ili roba.

Sa islamskog aspekta, legitimno je preduzimati aktivnosti zaštite od rizika kao što to čine hedžeri kod fjučers ugovora, dok poslovanje špekulanata na takvim tržištima nije prihvatljivo. Načini kojima bi se omogućilo hedžerima da posluju, uz istovremenu prevenciju aktivnosti špekulanata na tržištu fjučersa, nisu mogući.²⁶

Razlika između opcija i fjučersa je u tome što vlasnik opcije ima mogućnost izbora da je iskoristi ili ne, dok kod fjučersa ugovor obavezuje kupca da kupi, a prodavca da proda po ranije utvrđenoj cijeni na ranije utvrđeni datum. Kod opcije kupac plaća premiju, dok se kod fjučersa premija ne plaća.

Sa islamskog aspekta, konvencionalne opcije i fjučersi koji su opisani upravo predstavljaju primjere neprihvatljivih oblika trgovačkih ugovora. Oni sadrže niz u islamu nedozvoljenih elemenata: ne pripadaju nijednoj vrsti islamski prihvatljivih ugovora; premija kod opcija predstavlja kupovinu i plaćanje *prava*, a ne realnih vrijednosti, proizvoda ili usluga; ugovori nisu vezani za realne vrijednosti i oni se kod fjučersa nekoliko puta “odvoje” od robe; prodavci prodaju, a kupci kupuju ono što ne posjeduju, odnosno ono čega nisu vlasnici, što je zabranjeno jer sadrži visok stepen neizvjesnosti i takvo poslovanje može dovesti do kasnijih nesporazuma i sporova; finansijski instrumenti sadrže visok stepen “kockanja” ili špekulativnog klađenja na promjenu cijena u budućnosti; cijene roba na tim tržištima nisu uvijek određene na osnovu odnosa ponude i potražnje nego na osnovu “glasina”, monopola, eksploatacije i druge u islamu zabranjene prakse; te ova tržišta sadrže elemente kamate jer kamatna stopa predstavlja jednu od osnovnih determinanti određivanja cijena opcija. Zbog navedenih razloga, usljed kojih poslovi s opcijama i fjučersima sadrže niz u islamu zabranjenih elemenata, poslovanje sa njima nije prihvatljivo.²⁷

²⁶ Wilson, Rodney, *Economics, Ethics and Religion*, Macmillan, London, 1997., p. 87.

²⁷ Yousif, Al-Yousif, Khalifa, „Financial Markets: An Islamic Perspective“, a lecture prepared for 8th Intensive Orientation Course: *Islamic Economics, Banking & Finance*, Seminar Proceedings, Markfield Conference Centre, Leicestershire, UK, 1999., pp. 11 i 12. Također vidi: Admed,

ZAKLJUČAK

Jedna od temeljnih razlika islamskog u odnosu na konvencionalni finansijski sistem sadržana je u islamskoj zabrani kamate. Islamske finansijske institucije imaju potrebu za razvojem alternativnih modela i instrumenata finansiranja. U tom smislu značajna je analiza prihvatljivosti instrumenata konvencionalnog finansijskog tržišta, a posebno tržišta kapitala. Respektirajući ograničenja islamske ekonomije, odnosno islamskih finansija, istraživanje ukazuje na prihvatljivost običnih dionica i varanta kao instrumenata tržišta kapitala. Ovi instrumenti omogućavaju vlasniku učešće u raspodjeli profita i/ili gubitka kao jednom od osnovnih principa islamskih finansija. Vlasnici običnih dionica ostvaruju dividendu, odnosno učestvuju u raspodjeli profita u skladu s poslovnim uspjehom dioničkog društva i ta dobit ili zarada nije unaprijed fiksirana niti garantirana. S druge strane, preferencijalne ili drugi oblici dionica koji njihovim vlasnicima “daju ili osiguravaju” više prava u odnosu na druge nisu prihvatljivi s aspekta *Šerijata*.

Obveznice, kao dužnički vrijednosni papiri, nisu prihvatljive jer u sebi sadrže elemente kamate, koja je u islamu strogo zabranjena. Ista je situacija i s hibridnim finansijskim instrumentima ili finansijskim derivatima kao što su opcije i fjučersi. Njihova vrijednost je “izvedena” iz obveznica, dionica, valuta ili realnih roba za koje su vezani i na kojima se zasnivaju. Pored toga, oni u sebi sadrže i elemente „klađenja ili kockanja”, što je s aspekta islamskih finansija, odnosno islamske ekonomije, također neprihvatljivo. S obzirom na značaj analiziranih instrumenata u konvencionalnim ekonomskim i finansijskim sistemima, a imajući u vidu potrebe islamskog finansijskog tržišta za modelima koji će imati istu ili sličnu funkciju, nužno je kreiranje instrumenata tržišta kapitala prihvatljivih s aspekta islamske ekonomije i finansija. ■

Osman, Babikir, *Islamic Financial Instruments to manage short-term excess liquidity*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A, 1997., pp. 28–33.

Fikret Hadžić

ISLAMIC APPROACH TO CAPITAL MARKET

Summary

Financial markets, their instruments and institutions, are certainly of great importance for the financing of economic development. Activities in conventional financial markets are realised by using interest as the price of money, as well as an important investment incentive. On the other hand, Islamic economy rejects interest as a business category and aims to build a coherent financial system not based on interest. How does one recognise the financial instruments acceptable pursuant to the *Shari'a* and what should one's attitude be towards shares, bonds, options, futures and other instruments of capital markets – if we want to align our financial conduct with the teachings of Islam? The aim of this paper is to analyse the basic features and acceptability of certain instruments of conventional financial markets and to see if they are acceptable from the point of view of Islamic economy. Research results indicate that ordinary shares and warranties are acceptable. On the other hands, preferential and other forms of shares which 'give or secure' more rights to their owners than to others, are not acceptable in light of the teaching of Islamic economy. Bonds as debtors' securities are not acceptable, as they contain elements of interest, strictly forbidden in Islam. The same applies to hybrid financial instruments, i.e. financial derivatives, such as futures and options, because in addition to interest, they also contain elements of 'betting or gambling', equally unacceptable in Islamic financing principles and economy.

**LITERATURA**

- Babikir, Ahmed, Osman, (1997.) *Islamic Financial Instruments to manage short-term excess liquidity*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A.
- Ćirović Milutin, (2007.) *Finansijska tržišta, instrumenti, institucije, tehnologije*, Naučno društvo Srbije, Beograd.
- Fahmy, Hussein i Sarkar, Abdul, Awwal, (1997.) "Islamic Modes of Finance and

Financial Instruments for Resource Mobilization: a Survey”, u Ahmad, Ausaf i Khan, Tariqullah, *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A.

- Foley, Bernard, (1993.) *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb.
- Francis, Jack, Clark, (1988.) *Management of Investments*, McGraw-Hill Book Company, New York.
- Hadžić Fikret, (2007.) *Islamsko bankarstvo i ekonomski razvoj*, Ekonomski fakultet u Sarajevu, Sarajevo.
- Handžeković, Marijan, (1990.) *Vrijednosni papiri i njihovo tržište*, Institut za javne finansije, Zagreb.
- Hassan, Hussein, Hamid, (1997.) “Flexibility of *Shari’ah* Principles of Finance and Resource Mobilization needs of Governments”, u Ahmad, Ausaf i Khan, Tariqullah, *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A.
- Mulić, Midhat, (1999.) *Vrijednosni papiri, mogućnosti ulaganja i rizici*, Central profit banka, Sarajevo.
- Mannan, M.,A., (1993.) *Understanding Islamic Finance: A Study of the Securities Market in an Islamic Framework*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A.
- Orsag, Silvije, (1992.) *Finansiranje emisijom vrijednosnih papira*, Institut za javne finansije, Zagreb.
- Siddiqi, Moin, (2002.) “Banking on Shari’ah principles”, *Middle East*, Jul/ Aug, Issue 324.
- Štulanović Muharem i Hadžić Fikret, (2007.) *Osnovi islamske ekonomije i finansija*, Ekonomski fakultet u Bihaću i Islamska pedagoška akademija u Bihaću, Bihać.
- Zarqa, Mohammad, Anas, (1996.) “Shari’ah Compatible Shares: a Suggested formula and rationale”, u Mannan, M. A., (ed.), *Financing development in Islam*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, S.A.
- Wilson, Rodney, (1997.) *Economics, Ethics and Religion*, Macmillan, London.
- Yousif, Al-Yousif, Khalifa, (1999.) “Financial Markets: An Islamic Perspective”, a lecture prepared for 8th Intensive Orientation Course: *Islamic Economics, Banking & Finance*, Seminar Proceedings, Markfield Conference Centre, Leicestershire, UK. ■