UPOREDNA ANALIZA TAKAFUL I TRADICIONALNIH INVESTICIJA

Atila Savai

Nacionalni savet mađarske nacionalne manjine
Subotica, Republika Srbija
savaiatila@gmail.com

Apstrakt

Zasnovanost na pravilima šerijatskog prava znači brojne restrikcije u pogledu investicionih aktivnosti takaful osiguravajućih društava. Dakle, neke hartije od vrednosti se ne mogu uzeti u obzir pri izradi investicionog portfolia takaful društava. Cilj ovog rada jeste da ukazuje na razlike u strukturama tradicionalnih i šerijatskih investicionih portfolia, i da ujednom omogući izvođenje zaključaka o performansama tradicionalnih i šerijatskih ulaganja. Kako bi se ovaj cilj ostvario analiziraju se određeni indeksi sa aspekta rizičnosti i prinosa. Vršiti se upoređivanje baznih indeksa sa njegovim varijantama usklađenih sa pravilima šerijatskog prava. Kao mera rizika koristi se standardna devijacija, a prinos se meri stopom godišnjeg kontinuelnog prinosa.

Ključne riječi: šerijatsko pravo, berzanski indeksi, takaful, rizik, prinos

COMPARATIVE ANALYSIS OF TAKAFUL AND TRADITIONAL INVESTMENTS

Abstract

This age, we often called the age of knowledge or knowledge economy, in which investing in human capital means investing in knowledge. Knowledge and human resources are the basis of any society, because that every responsible state should build a quality education system, regardless of the representation of public or private institution [16, p. 205]. Countries that more invest in education system are, on average, economically developed and have higher growth rates [27, p.3]. Higher educationally staff are educated on higher education institutions, which, and because its importance is more attached to the quality of teaching staff and human resources in higher education sector. The aim of this paper is to present the importance of HRM activities grouped in to the AMO model, in order to demonstrate the importance of engaging, developing and retaining quality teaching staff who will be able with adequate motivation and opportunity to use all their capacities, so that the results of their education work will be high-quality higher educated staff, that will contribute to the economic development of socio-economic community.

Keywords: education, teaching staff, HRM activities, AMO model, system of higher education

JEL codes: E22

UVOD

Prema zadnjim istraživanjima svetsku populaciju trenutno čini 23 % muslimana. Do 2030. godine taj postotak će iznositi 26,5 %. [3, str. 126] Prema tome, poslovanje u skladu sa principima šerijatskog prava je sve značajnij, posebno u pogledu finansijskih institucija. Ovakvo proširenje dotičnih poslova nameće potrebu za njihovom boljem upoznavanjem i anlaiziranjem. Ni sektor osiguranja ne predstavlja izuzetak od posebnih pravila definisanih šerijatskim pravom, zbog čega se poseban značaj daje i takaful društvama, ondoso osiguravajućim kućama koje svoje poslovanje obavljaju prema učenjima islama. Kako osiguravajuća društva spadaju među najznačajnijim institucionalnim investitorima rezultati njihovih ulaganja su vrlo značajni sa aspekta cele ekonomije. Prema tome, jedan od najvažnijih aspekta upoređivanja takaful i tradicionalnih osiguravajućih društava se odnosi na njihova ulaganja, zbog čega se nameće potreba za upoređivanjem i utvrđivanjem razlika u njihovim investicijama, što upravo predstavlja predmet ovog rada.

Cilje sledeće analize jeste da ukazuje ne samo na razlike u hartijama od vrednosti u koje se investira od strane islamskih i konvencionalnih društava, već se nastoji izvući zaključak o performansama ulaganja putem upoređivanja rizičnosti i prinosa njihovih portfolija.

Zbog restrikcije koje šerijatsko pravo nameće pri ulaganju formira se pretpostavka da pomoću principa islamskih finansija moguće je ostvariti profitonosna ulaganja uz manji rizik.

Berzanski indeksi su dobri pokazatelji dešavanja ne samo na finansijskim tržištima već i u celoj ekonomiji. Prema tome, njihova analiza može služiti kao osnova za upoređivanje potencijalnog portfolia takaful i društava koja funkcionišu po principima zapadnih tržišta. U tu svrhu su kreirani razni indeksi koji koristeći odgovarajuću metodologiju isključuju hartije od vrednosti koji nisu u skladu sa šerijatskim pravom. Ti indeksi su šerijatski indeksi koji se mogu uporediti sa njihovim baznim indeksima radi izvođenja zaključaka o razlikama u performansama ulaganja. Izbor indeksa uvažava potrebu za upoređivanjem različitih tržišta, ali i njihovu sektorsku strukturu. Vrš se upoređivanje baznog i šerijatskog indeksa koji su vezani za američko, evropsko i GCC tržište, a analiziraju se i deksi koji su vezani isključivo za određeni sektor, a to je sektor nekretnina. Analiza se vrši sa aspekta prinosa koristeći metodologiju kontinuelnih stopa prinosa, kao i sa aspekta rizika koji se meri standardnim devijacijom kontinuelnih dnevnih stopa prinosa.

ULOGA INDEKSA U PRAĆENJU TRŽIŠTA HARTIJA OD VREDNOSTI

Najkvalitetniji instrument analize kretanja berzanskih tržišta u određenom vremenskom periodu predstavljaju berzanski proseci i berzanski indeksi. Oni služe za analizu istorijskih kretanja na finansijskom tržištu, ali predstavljaju i vodeće indikatore u pogledu kretanja u celoj ekonomiji. [4, str. 174.] Dakle, kretanje vrednosti određenih indeksa odražavaju tendencije na samo na tržištima hartija od vrednosti već i tendencije područja odnosno sektora za koji je dotični indeks vezan. Prema iznetim može se reći da indeksi služe i za prikazivanje uspešnosti različitih ulaganja. Na primer, pad indeksa koji je vezan za tržište

nekretnina u SAD verovatno znači gubitak za većinu investitora u datom periodu. Kaže se za većinu, jer indeksi ipak obuhvataju veći broj vrednosnih papira i predstavljaju prosečne cene hartije od vrednosti. [19, str. 344]

Analizom istorijske vrednosti pojedinih indeksa moguće je izvući zaključak o uspešnosti ulaganja prosečnog investitora zbog čega oni mogu poslužiti i kao odgovarajuća osnova za upoređivanje uspešnosti ulaganja tradicionalnih i takaful osiguravajućih kompanija. Pri tome, neophodno je razlikovati indekse koje odražavaju cene hartija od vrednosti koje su usklađene sa principima šerijatskog prava (na kojim principima se i sam takaful zasniva) od tradicionalnih indeksa, koje odražavaju moguća ulaganja svih učesnika finansijskih tržišta.

INDEKSI USKLAĐENI SA PRAVILIMA ŠERIJATSKOG PRAVA

Berzanski indeksi izračunavaju se tako što se podeli tržišna vrednost odabranih kompanija sa liste, u sadašnjem vremenu, sa njihovom tržišnom vrednošću u baznom periodu. [4, str. 174] Dakle, jedna od najbitnijih svojstava indeksa jeste skup kompanije čije hartije od vrednosti ulaze u sastav indeksa. Sa aspekta takafula bitno je da indeksi obuhvataju isključivo kompanije čije je poslovanje u potpunosti usklađeno sa principima šerijatskog prava.

Ti principi su sledeći:

- zabranjena je kamata (riba),
- zabranjena je neizvesnost (gharar),
- zabranjena stvar je i kocka (maysir),
- učestvovanje u dozvoljenim (halal) poslovima i izbegavanje nedozvoljenih (haram) poslova.

Po pravilima islama kamata (riba) nije dopuštena, odnosno neprihvatljivo je da se „novcem stvara novac“, tj. smatra se nemoralnim tražiti više od pozajmljenog iznosa. Ako neko uzajmljuje novac onda je, smatra se, verovatno prinuđen to da radi, pa bi bilo neetički zarađivati na tuđoj nevolji. [6, str. 100] Povezanost osiugranja sa ovim pravilom se ogleda u izvorima profita osiguravajućih društava. Prikupljena sredstva osiguravači često ulažu u instrumente, koje donose dobit u vidu kamate. Ti instrumenti su na primer obveznice i novčani depoziti. S obzirom da je kamata zabranjena, u skladu sa principima islamskih finansija, ulaganje u kamatonosne instrumente treba izbeći, kako bi društvo moglo da obavlja poslove takaful, odnosno islamskih osiguranja.

Zabrana neizvesnosti (gharar) je uvedena sa ciljem da se obezbedi pravičnost ugovora u odnosu na obe ugovorne strane, odnosno da se onemogućí eksploatacija jednog potpisnika ugovora od strane drugog potpisnika. Dakle, ovim principom se želi izbeći informaciona asimetrija ugovornih strana. [3, str. 102]

Maysir se javlja ukoliko je prisutna mogućnost potpunog gubitka za jednu od ugovornih strana. Ovaj princip je uglavnom povezan sa igrama na sreću, odnosno kockanjem. [6, str. 581]

U haram (nedozvoljeni poslovi) spada još i trgovina svinjskim mesom, drogom, alkoholom, pornografijom itd. [6, str. 100]

Kompanije čije hartije od vrednosti ulaze u neki indeks moraju ispoštovati navedene principe kako bi se dotični indeks mogao smatrati usklađenim sa šerijatskim pravom, odnosno da bi se mogao koristiti za analizu rezultata potencijalnih ulaganja takaful osiguravajućih društava. Pored toga što emitenti posmatranih hartija od vrednosti moraju uskladiti svog poslovanja sa principima šerijatskog prava, neophodno je uzeti u obzir i činjenicu da u takafulu nije dozvoljeno ni ulaganje u tradicionalne obveznice (jer isplaćuju prihod u vidu kamate). Takaful kompanije mogu ulagati prikupljena sredstva u tzv. sukuk hartije, koje se često smatraju islamskim varijantom tradicionalnih obveznica.

METODOLOGIJA INDEKSA ZASNOVANIH NA ŠERIJATSKOM PRAVU

Tabela 1. Standardi koje primenjuje SAC

Standardi poslovnih aktivnosti	
Referentna vrednost od 5%	tradicionalno bankarstvo, tradicionalno osiguranje, kockanje, alkohol i aktivnosti povezani sa alkoholom, poslovi zasnovani na svinjskom mesu, hrana i pića koja ne spadaju u kategoriju halal, šerijatskim pravom neusklađeni aktivnosti iz oblasti industrije zabave, duvan i aktivnosti povezani duvanom, kamatni prihodi od tradicionalnih računa i investicija, dividende od tradicionalnih investicija neusklađenih sa šerijatskim pravom, ostale aktivnosti tretirane kao neusklađene sa principima šerijatskog prava
Referentna vrednosti od 20%	trgovina akcijama, berzansko posredovanje, zakupnina od aktivnosti neusklađenih šerijatskim pravom, ostale aktivnosti tretirane kao neusklađene sa principima šerijatskog prava
Standardi finansijskih racia	
Gotovina u odnosu na ukupnu aktivu (33%)	Gotovina obuhvata samo gotovinska novčana sredstva plasirana u vidu tradicionalnih računa i instrumenata, pri čemu je gotovina plasirana preko islamskih računa i instrumenata isključena iz obračuna.
Dug u odnosu na ukupnu aktivu (33%)	Dug obuhvata samo tradicionalne kamatno zasnovane oblike finansiranja pri čemu islamsko finansiranje ili sukuk su isključene iz obračuna.

Izvor: Securities Commission Malaysia

Pri određivanju da li neka hartija „zaslužuje“ mesto među islamskim hartijama od vrednosti od suštinskog je značaja da se poslovanje određene kompanije spada u halal

aktivnosti i da ispunjava određene kriterijume. Za izvođenje ocene o ispunjenosti osnovnih principa nadležni organi odgovorni za monitoring šerijatskih hartija uzimaju u obzir razne kriterijume. Obično se navode određeni standardi, odnosno referentne vrednosti u pogledu poslovnih aktivnosti i finansijskih pokazatelja (u obliku određenih racia). Na primer, u Maleziji koja predstavlja jednu od vodećih takaful tržišta sveta, Šerijatsko savetodavni odbor (ili SAC kao skraćenica od Shariah Advisory Council) koristi standarde prikazane u tabeli.

Standardi u stvari označavaju da učešće nabrojanih poslovnih aktivnosti koji nisu usklađene sa principima šerijatskog prava u prihodima ili u dobiti pre oporezivanja mora biti ispod 5, odnosno 20 procenata kako bi se hartija od vrednosti dotične kompanije smatrala islamskim. S druge strane, vrednost napisanih racio pokazatelja mora biti niži od 33 procenata. Važno je istaći da se pri izvođenju zaključaka o ispunjenosti uslova definisanih šerijatskim pravom u obzir se uzimaju i kvalitativni kriterijumi u pogledu mišljenja javnosti o usklađenosti poslovanja kompanije učenjima islamske vere.

Pri izradi strukture indeksa sličnu metodologiju primenjuje i kompanija Standard & Poors. Naime, u prvom koraku se i ovde polazi od aktivnosti koji su isključeni iz poslovnih aktivnosti zasnovanih na šerijatskom pravu. Ti aktivnosti su: [8, str. 4-5.]

- Oglašavanje,
- Oglašavanje svinjskog mesa, alkohola, kockanja, duvana i ostalih neislamskih aktivnosti,
- Oglašavanje na način i pomoću sredstava koji su u suprotnosti principima islamske vere,
- Medija i industrija zabave,
- Produceri, distributori i emiteri muzike, filmova, televizijskih emisija i muzičkih radio emisija,
- Operateri bioskopa,
- Izuzeci:
- Kanali za emisiju vesti,
- Novine,
- Sportski kanali,
- Kanali namenjeni decama,
- Obrazovni kanali,
- Alkohol,
- Kloniranje,
- Finansijski poslovi, izuzev:
 - islamsko bankarstvo,
 - islamske finansijske institucije,
 - islamsko osiguranje,
- Kockanje,
- Aktivnosti svinjskim mesom,
- Pornografija,
- Poslovi sa duvanom,
- Trgovanje zlatom i srebrom kao gotovinom na odloženoj osnovi.

Mora se istaći da se i u ovom slučaju dozvoljava minimalno učešće prihoda po osnovu nedozvoljenih aktivnosti pri sledećem:

$$\frac{\text{Nedozvoljeni prihodi izuzev kamatnih prihoda}}{\text{Ukupan prihod}} < 5\% \quad (1)$$

I kompanija S&P primenjuje određena racia sa referentnim vrednostima:

Tabela 2. Standardi koje primenjuje kompanija S&P

Racio i referentna vrednost	Primenjena formula
Leveridž (< 33%)	Dug/Tržišna vrednost kapitala (trogodišnji prosek)
Racio gotovine (< 49%)	Potraživanja/ Tržišna vrednost kapitala (trogodišnji prosek)
Racio gotovine (< 33%)	(Gotovina + kamatonosne hartije od vrednosti)/ Tržišna vrednost kapitala (trogodišnji prosek)

Izvor: S&P Dow Jones Indices

Jasno je da su isključeni aktivnosti kod oba institucija slični i uglavnom se odnose na iste poslove što nam prikazuje koje kompanije i hartije od vrednosti se ne mogu uzeti u obzir pri izradi potencijalnog portfolia takaful društva. Pored toga obe agencije dozvoljavaju određeno minimalno učešće (5 i 20 procenata) prihoda od nedozvoljenih aktivnosti u ukupnim prihodima, odnosno dozvoljava se bavljenje zabranjenim aktivnostima u minimalnim razmerama. Dakle, u oba slučaja se primenjuju pokazatelji u vidu finansijskih racia kojima se meri učešće duga i gotovine (na tradacionalnim računima i u obliku tradicionalnih finansijskih instrumenata) u ukupnoj aktivi ili u odnosu na kapital kompanije.

Indeks kojim se meri kretanja „ekonomije usaglašene principima šerijatskog prava“ se izrađuje tako što se u obzir uzimaju samo hartije od vrednosti onih kompanija koji zadovoljavaju navedene kriterijume. Važno je istaći da se ti kriterijumi u nekim delovima razlikuju u zavisnosti od toga koja institucija ih određuje, ali u suštini polaze od istih zahteva i principa.

IZBOR INDEKSA

Cilj analize jeste ukazati na razlike u rezultatima ulaganja takaful i tradicionalnih osiguravajućih društava upoređivanjem kretanja šerijatskih i konvencionalnih indeksa. Sami indeksi ukazuju na kretanja na određenim tržištima ili u određenim sektorima i njihova struktura zavisi od odluke kreatora indeksa o tome koje će se hartije uzeti u obzir. Prema tome, važno je da izabrani indeksi odražavaju kretanja na istim područjima i u istim poslovnim aktivnostima, kako bi rezultati analize relevantno ukazali na razlike tržišta šerijatskih i tradicionalnih hartija od vrednosti i ne na razlike koje proizilaze iz drugih faktora i pogrešnog izbora analiziranih kategorija.

Uporedljivost tradicionalnog i šerijatskog indeksa

Kao što je rečeno, struktura indeksa zavisi od same institucije koje prikuplja, obrađuje i objavljuje podatke. Dakle, radi uporedljivosti tradicionalnih i šerijatskih indeksa važno je da se polazi od istih tržišta i istih kategorija hartija od vrednosti. Uvažavajući ovakvu uporedljivost indeksa je kompanija S&P 2006. godine lansirala prve svoje indekse koje u obzir uzimaju hartije od vrednosti kompanije čije je poslovanje dozvoljeno prema pravilima šerijatskog prava. [2, str. 1] Koristeći metodologiju napisanog u prethodnom poglavlju kompanija određuje indekse tako što jednostavno isključuje hartije od vrednosti kompanije koje nisu u skladu sa šerijatskim pravom iz strukture tradicionalnih indeksa.

Tabela 3. Šerijatski i bazni indeksi kompanije S&P

Indeks	Bazni indeks
S&P 500 Shariah	S&P 500
S&P Europe 350 Shariah	S&P Europe 350
S&P Global 1200 Shariah	S&P Global 1200
S&P Japan 500 Shariah	S&P Japan 500
S&P TOPIX 150 Shariah	S&P TOPIX 150
S&P TSX 60 Shariah	S&P TSX 60
S&P GCC Shariah	S&P GCC
S&P IFCI LargeMidCap Shariah	S&P IFCI LargeMidCap
S&P Pan Arab Shariah	S&P Pan Arab
S&P Global BMI Shariah	S&P Global BMI
S&P Global Property Shariah	S&P Global Property
S&P Frontier BMI Shariah	S&P Frontier BMI
S&P BSE 500 Shariah	S&P BSE 500
S&P South Africa Composite Shariah	S&P South Africa Composite
S&P High Yield Dividend Aristocrats Shariah	S&P High Yield Dividend Aristocrats

Izvor: S&P Dow Jones Indices

Dakle, jedina razlika je u tome što su neislamske hartije od vrednosti isključene iz obračuna. Time se stvaraju šerijatski indeksi koji upoređujući baznim tradicionalnim indeksima (čija je struktura modifikovana isključenjem neislamskih hartija) relevantno odražavaju razlike u šerijatskim i konvencionalnim investicijama.

Na ovaj način je formirana porodica indeksa koja obezbeđuje uslove za upoređivanje šerijatskih i tradicionalnih hartija od vrednosti, a time i za upoređivanje rezultata investicionih aktivnosti takaful i osiguravajućih društava koja posluju po zapadnom modelu. Dakle, stvoreni su uslovi za uporedljivost indeksa, pošto se oni u osnovi odnose na isto područje, istu granu, sastoje se iz istih hartija i jedina razlika je u isključenosti kompanija koje obavljaju nedozvoljene aktivnosti.

Teritorijalna i sektorska struktura indeksa

Pri izboru indeksa važno je imati na vidu kakva je struktura istog. Pri teritorijalnoj pirpadnosti uvažava se poseban ekonomski značaj i razvijenost samog biznisa osiguranja u regionima SAD-a i Evrope. Pored toga, s obzirom da se radi o upoređivanju takafula i tradicionalnog osiguranja ne može se zanemariti ni značaj takafula u arapskim zemljama. Dakle, pri upoređivanju koriste se indeksi koji se odnose na američko, evropsko i arapsko tržište kako bi se ukazalo na tendencije u ekonomski najsnažnijim regionima i u regionu gde takaful ima poseban značaj. Prema tome, osnovu za dalju analizu će predstavljati sledeći indeksi:

- S&P 500 Shariah i S&P 500
- S&P Europe 350 Shariah i S&P Europe 350
- S&P GCC Shariah i S&P GCC

Sa druge strane, ne može se zanemariti ni finansijska kriza koja je nedavno potresila globalnu ekonomiju. Do izbijanja krize došlo je krahom hipotekarnog tržišta SAD i posledice ovih dešavanja su se izuzetno brzo zauzimale svetske razmere. Zbog posebnog značaja koji je ovo tržište imalo u nepovoljnim ekonomskim dešavanjima u proteklm godinama u analizu se uzima i indeksi koji prikazuju tendencije prisutne u toj grani, odnosno indeksi S&P Global Property Shariah i S&P Global Property.

Grafikon 1. Sektorska struktura indeksa S&P 500 Shariah i S&P 500

Izvor: [12,13 str. 4 i 4]

Indeksi S&P 500 i islamska varijanta istog su u potpunosti vezani za američko tržište, a po granskoj strukturi dominantno učešće u ovom indeksu imaju akcije kompanije iz oblasti informacionih tehnologija (39,5% u šerijatskom i 25,6% u baznom indeksu). Na drugom mestu kod oba indeksa je zdravstveni sektor. Znatna razlika se javlja jedino kod učešća finansijskog sektora. U šerijatskom indeksu učešće ovog sektora iznosi svega 0,7%, dok u baznom indeksu 14,1%.

S&P Europe 350 Shariah i S&P Europe 350 obuhvataju hartije od vrednosti isključivo sa tržišta Evrope. I kod ovih indeksa se uočava bitna razlika u pogledu učešća finansijskog sektora. Učešća istog u baznom indeksu iznosi 19,4% i time

zauzima prvo mesto sa aspekta učešća. U šerijatskom varijantu indeksa učešće finansijskog sektora je potpuno suprotan: sa 0,2% učešća ovaj sektor je na poslednjem mestu a najveće učešće ima zdravstveni sektor sa 27,6%.

Grafikon 2. Sektorska struktura indeksa S&P 350 Shariah i S&P 350

Izvor: [10,11 str. 4 i 4]

Grafikon 3. Sektorska struktura indeksa S&P GCC Composite Shariah i S&P GCC Composite

Izvor: [14,15 str. 4 i 4]

Što se tiče GCC i GCC Shariah indeksa finansijski sektor je dominantan. U šerijatskom indeksu njegovo učešće iznosi 34,8%, dok u baznom indeksu 48,8%. Indeksi su vezani za tržište GCC zemalja, ali više od polovina hartija od vrednosti potiče iz Saudijske Arabije.

Indeksi S&P Global Property i Global Property Shariah obuhvataju hartije od vrednosti isključivo takvih kompanija koje svoje poslovanje vezuju za nekretnine počev od kompanije za razvoj nekretnina preko kompanije za upravljanje

nekretninama. Posebna interesantnost ovih indeksa je da skoro polovina sadržanih hartija od vrednosti potiče sa tržišta SAD, odnosno sa tržišta gde se izbila finansijska kriza krahom tržišta nekretnina. Izvor: [17 str. 4]

Analizirajući strukturu posmatranih indeksa uočava se da na tržištu SAD-a i Evrope najveću razliku između šerijatskog i baznog indeksa predstavlja učešće finansijskog sektora. Kod baznog indeksa ovaj sektor ima vodeću ulogu, dok u slučaju šerijatskog indeksa imaju izuzetno malog, neznatnog učešća. Razlika je rezultat činjenice da su tradicionalni finansijski poslovi zabranjeni u šerijatskom pravu, pa s obzirom na činjenicu da na zapadnim tržištima dominiraju tradicionalni proizvodi prostor za ulaganje u finansijske proizvode putem takafula (ili drugih islamskih finansijskih institucija) je vrlo sužen. Značajnu ulogu u šerijatskim indeksima imaju zdravstveni sektor i industrijski proizvodi. Situacija je drugačija kada se u obzir uzima GCC i GCC Shariah indeks. Videli smo da finansijski sektor kod oba indeksa ima dominantnu ulogu. Sve to znači da u slučaju takaful društva pri izradi portfolia mora se voditi računa o tome da ulaganja na tržištima SAD-a i Evrope uglavnom se mogu usmeriti u realni sektor, a investicije u kompanije koje pružaju finansijske usluge uglavnom se mogu izvršiti u zemljama u kojima dominira islamska vera i šerijatsko pravo.

ANALIZA ODABRANIH INDEKSA

Nije iznenađujuća izjava da je cilj svakog ulaganja ostvarenje profita, pri čemu se poseban značaj daje prinosu i visini rizika. Naime, kod donošenja investicionih odluka investitori posmatraju nivo potencijalnog prinosa i rizika koji moraju prihvatiti kako bi došli do očekivanog iznosa dobiti. Stoga se i analiziranje performansi pojedinih ulaganja često svodi na sagledavanje profitabilnosti i rizičnosti dotičnog ulaganja ili portfolia.

Ostvareni profit se najčešće meri visinom isplaćenih prihoda (na primer dividendi) i kretanjem cena hartije od vrednosti. Dakle, rast cene hartije od vrednosti znači dobitak, a njen pad znači gubitak za investitora. Indeksi najčešće u obračun uzimaju i isplaćene dividende. Kao mera rizika se često koristi standardna devijacija, koja predstavlja statističku meru stepena u kome pojedinačna vrednost u distribuciji verovatnoće teži da odstupa od srednje distribucije. Izvor: [1, str. 387] Važno je istaći da u analizama pri praćenju dinamike kretanja vrednosti finansijskih sredstava, umesto kretanja njihovih cena u finansijskim analizama se češće koristi stopa promene ili kontinuelna stopa prinosa. [5, str. 21.]

Upoređivanje indeksa S&P 500 Shariah i S&P 500

Podaci prikazani na grafikonu se odnose na indeks obračunatog na osnovu ukupnog prihoda ostvarenog na osnovu hartija od vrednosti koje ulaze u sastav analiziranih indeksa. Dakle, pored kretanja cena indeksi uvažavaju i prihode isplaćenih u obliku dividendi. Sa obzirom da je bazni indeks mnogo ranije uveden vrednost njegovog TR indeksa (indeks ukupnog prihoda) je mnogo veći u odnosu na šerijatski indeks. Prema tome za prvi dan analiziranog perioda (od 31.07.2008. do 27.08.2018.) vrši se

svođenje vrednosti oba indeksa na 100 deljenjem vrednosti ukupnog prihoda odgovarajućim iznosom. Na ovaj način se postiže bolja uporedljivost indeksa pošto se kreće od istog iznosa i rast (ili pad) se izražava u odnosu na istu baznu vrednost.

Grafikon 4. Kretanje indeksa S&P 500 Shariah i S&P 500

Izvor: Autor na osnovu S&P Dow Jones Indices

Vidimo da je kretanje oba indeksa prilično isto u analiziranom periodu, pa prema tome su i njihove performanse vrlo slične. Sa druge ipak postoje određene razlike u pogledu prinosa i rizičnosti. Kontinuelna stopa prinosa svedena na godišnji nivo indeksa S&P 500 Shariah iznosi 10,65%, a u slučaju baznog indeksa ista je na nivou od 10,44%. Ukupna kontinuelna stopa prinosa kod šerijatskog indeksa iznosi 106,45%, dok ukupan prinos baznog indeksa je na nivou od 104,35%. Znači, iako ne znatno, ali je prinos potencijalnog takaful ulaganja na američkom tržištu je veći od prinosa ulaganja u skladu sa pravilima ulaganja tradicionalnih osiguravača. Drugi važan kriterijum investiranja je rizik, koji je meren standardnom devijacijom kontinuelne dneve stope prinosa. Ovako izmeren rizik izražen procentualno kod šerijatskog indeksa iznosi 1,19 dok kod baznog indeksa 1,26 što znači de je šerijatsko ulaganje manje rizičan u odnosu na tradicionalno ulaganje.

Možemo reći da iako su razlike u performansu S&P 500 i S&P Shariah neznatne, prednost se daje šerijatskom indeksu u pogledu svih pokazatelja koji su uzeti u obzir.

Upoređivanje indeksa S&P 350 Europe Shariah i S&P 350 Europe

Grafikon 5. Kretanje indeksa S&P 350 Europe Shariah i S&P 350 Europe

Izvor: Autor na osnovu S&P Dow Jones Indices

Slično prethodnom slučaju analizirani period se i ovog puta odnosi na period od 31.07.2008. do 27.08.2018. godine, a s obzirom na činjenicu da je bazni indeks mnogo ranije uveden (zbog čega je vrednost indeksa ukupnog prihoda znatno veći u odnosu na šerijatski indeks) i u ovom slučaju je izvršeno svođenje vrednosti oba indeksa na 100 za prvi dan dotičnog perioda. U pogledu S&P 350 Europe Shariah i S&P 350 Europe su razlike koji se uočavaju analiziranjem izabranih pokazatelja su značajnije nego u prethodnom slučaju. Naime, godišnja kontinuelna stopa prinosa šerijatskog indeksa iznosi 8,52 procenata, dok je prinos baznog indeksa 6,42%. Drugačije rečeno, prinos šerijatskog iznosa je za 2,1% veći na godišnjem nivou u odnosu na prinos baznog indeksa. U skladu sa iznetim je i ukupan kontinuelni prinos veći kod šerijatskog indeksa, i to za 21% (ukupan prinos šerijatskog indeksa iznosi 85 %, dok prinos baznog indeks je na nivou od 64%). Pored razlike u prinosu uočava se odstupanje i u pogledu rizičnosti analiziranih indeksa. Standardna devijacija kontinuelne dnevne stope prinosa šerijatskog indeksa iznosi 1,14%, a standardna devijacija baznog indeksa iznosi 1,24%.

Nije teško zaključiti da je odstupanje u performansama šerijatskog indeksa u odnosu na bazni indeks je mnogo značajniji nego u prethodnom slučaju. Dakle, pored toga što donose veći prinos, investicije takaful društava su potencijalno manje rizični u odnosu na ulaganja konvencionalnih osiguravajućih društava. Može se reći da je na

tržištu Evrope u proteklih desetak godina bolje su prošle kompanije koje su pratile principe šerijatskog prava pri kreiranju investicionog portfolia.

Upoređivanje indeksa S&P GCC Composite Shariah i S&P GCC Composite

Slično prvom slučaju, i kod ovih indeksa se uočava vrlo slično kretanje. Sa druge strane i GCC Composite indeks ipak prikazuje razlike u odnosu šerijatsku varijantu istog. Godišnja stopa kontinuelnog prinosa merena kretanjem baznog indeksa iznosi 0,13% dok u slučaju šerijatskog indeksa ista iznosi 0,27%. Odnosno, stopa prinosa šerijatske investicije je dva puta veća u odnosu prinos tradicionalnog ulaganja. Ovakva razlika se uočava i u pogledu stopa ukupnog prinosa.

Za razliku od prethodno analiziranih indeksa u ovom slučaju se na osnovu nivoa standardne devijacije šerijatsko ulaganje se može oceniti rizičnijim. Naime, standardna devijacija šerijatskog indeksa iznosi 1,02% dok je odstupanje baznog indeksa na nivou od 0,85%. Međutim, ovakav nivo rizičnosti nije iznenađujuće, ako se uzme u obzir i pravilo: veći rizik znači veći prinos. Mora se istaći da je prinos koji se mogao ostvariti ulaganjem u zemljama GCC značajno manji nego u slučaju tržišta SAD i Evrope, bez obzira na to, da li je reč o potencijalnom ulaganju takaful ili tradicionalnog osiguravača. Pored toga, uočava se i činjenica da je pad do kojeg je došlo nakon izbijanja krize u pogledu GCC Composite indeksa je najveći iako je učešća tradicionalnih finansijskih porizvoda je na ovim tržištima manje nego na tržištima zapadnih zemalja.

Grafikon 6. Kretanje indeksa S&P GCC Composite Shariah i S&P GCC Composite

Izvor: Autor na osnovu S&P Dow Jones Indices

Upoređivanje indeksa S&P Global Property Shariah i S&P Global Property

Zadnji par indeksa u našoj analizi će biti indeksi S&P Global Property Shariah i S&P Global Property. Razlog uključivanja ovih indeksa u analizi jeste uloga tržišta nekretnina u izbijanju finansijske krize i značajno učešće američkog tržišta koje se pokazalo posebno problematičnim sa aspekta sunovrata globalne ekonomije.

Razlike između kretanja baznog i šerijatskog indeksa ni u ovom slučaju nisu značajne. Međutim, kao i kod prethodnih indeksa prinos je i u ovom slučaju veći kod šerijatskog indeksa i isti iznosi 7,53%. Godišnja kontinuelna stopa prinosa baznog indeksa je na nivou od 7,36% odnosno razlika u prinosu ipak nije značajna. Što se tiče rizika, standardna devijacija šerijatskog indeksa iznosi 1,06% a standardna devijacija baznog indeksa je 1,11%. Dakle, razlika nije velika ni u pogledu rizičnosti, ipak se prednost može dati šerijatskom indeksu, slično prethodnim indeksima.

Kod indeksa Global Property i Global Property Shariah je neophodno posebno istaći činjenicu da je odstupanje među šerijatskom i baznom indeksu najveće u početnim godinama analiziranog perioda, koje su upravo godine prvog talasa svetske finansijske krize. Dakle, može se reći da je kriza više potresila kompanije iz sektora nekretnina koje posluju po tradicionalnim principima, a ne po principima šerijatskog prava.

Grafikon 7. Kretanje indeksa S&P Global Property Shariah i S&P Global Property

Izvor: Autor na osnovu S&P Dow Jones Indices

Sumiranje rezultata izvršenih analiza

Sagledavajući rezultate izvršenih analiza u pogledu upoređivanja šerijatskih i baznih indeksa uvedenih od strane kompanije Standard & Poors možemo izvesti neke zaključke o potencijalnim ulaganjima takaful društava u odnosu na ulaganja izvršenih od strane tradicionalnih osiguravajućih društava.

Pre svega, iako razlike nisu značajne rizičnost je skoro u svim slučajevima bila veća kod tradicionalnih hartija. Izuzetak jedino predstavlja tržište zemalja GCC, ali je odstupanje GCC Composite i GCC Composite Shariah indeksa u pogledu prinosa je znatno veća nego kod ostalih indeksa. Dakle, veća rizičnost je u ovom slučaju potvrđena većim prinosom.

Ostvareni prinos koji je u ovom slučaju meren kretanjem ukupnog prinosa (odnosno uzimanjem u obzir i dividende) u svim slučajevima je veći kod šerijatskih indeksa. Najveća razlika se ostvaruje kod GCC Composite indeksa, ali je odstupanje značajno i u slučaju S&P 350 Europe i S&P 350 Europe Shariah indeksa. Posebna interesatnost evropskih indeksa je u ulozi finansijskog sektora. U baznom indeksu je učešće finansijskog sektora najveće, dok je u šerijatskom indeksu isti sektor na zadnjem mestu sa aspekta učešća. Dakle, investiranje u realni sektor (barem na tržištu evropskih zemalja) čini mnogo sigurnijim od ulaganja u finansijski sektor, posebno u deceniji koja je znatno pod uticajem izbijene finansijske krize.

Dok kod indeksa S&P 500, 350 i GCC Composite reč je teritorijalnoj strukturi, indeks Global Property meri rezultate jednog sektora, sektora nekretnina. Nije slučajno što na svim analiziranim područjima bolje performanse prikazuju šerijatski indeksi, ali bi se moglo reći da je to sve rezultat drugačije sektorske strukture indeksa. Kako bi se otklonili ovakva mišljenja ukazuje se na činjenicu da su tendencije iste i kod Global Property i Global Property Shariah indeksa. Odnosno, prinos je veći kod šerijatskog indeksa uz manji rizik u odnosu na bazni indeks.

Na osnovu iznetih može se zaključiti da je kreiranje investicionog portfolia po principima šerijatskog prava čini manje rizičnim a i minimalno profitabilnijim. Sa druge strane, ne može se zanemariti ni činjenica da su hartije od vrednosti koje ulaze u sastav šerijatskih indeksa vrlo strogo kontrolisane, čime se dobar deo hartija isključuje iz kruga mogućih ulaganja. Isključuje se na primer najveći deo finansijskog sektora, koji je bez sumnje bio jedan od najrizičnijih sektora u proteklim godinama. Pored toga, finansijska kriza je smanjila poverenja investitora u finansijskim kompanijama, čime se povećava zainteresovanost za hartijama od vrednosti drugih kompanija. Nastala situacija je smanjivala poverenje u ekonomskim sistemima zapadnih zemalja generalno, pa se šerijatska ulaganja pridobijaju značaj kao alternativa koja nudi veću sigurnost. Sve ovo može uticati na uspešnost šerijatskih ulaganja, ali je očigledno da je reč o principima koji njihovim uvažavanjem mogu doprineti poboljšanju uspešnosti ulaganja i smanjenju rizičnosti.

ZAKLJUČAK

Upotreba indeksa značajno olakšava upoređivanje različitih investicionih alternativa. U ovoj analizi je cilj bio uporediti ulaganja takaful i tradicionalnih osiguravajućih društava. Naime, takaful društva moraju poštovati principe šerijatskog prava pri izradi

svog investicionog portfolia, što znači da za analizu njihovih ulaganja u obzir se moraju uzeti šerijatski indeksi. Kako bi se hartija od vrednosti neke kompanije proglasila šerijatskim, neophodno je da kompanija ispunjava neke, strogo definisane uslove u pogledu poslovanja i finansijske strukture. Standardi koji su određeni od strane raznih odbora zaduženih za monitoring hartija od vrednosti se odnose na definisanje poslova koji nisu dozvoljeni prema pravilima islama i na učešće prihoda ostvarenim vršenjem tih nedozvoljenih poslova. SAC u Maleziji primenjuje standard od 20% i 5%, dok je metodologija kompanije Standard & Poors uvažavala jedino standard od 5%.

Koristeći svoju metodologiju kompanija S&P je kreirala čitav niz šerijatskih indeksa, koji se razlikuju od baznih indeksa jedino u tome što su isključene hartije od vrednosti kompanije koje ne zadovoljavaju definisane uslove kako bi se proglasile usklađenim principima šerijatskog prava. Na taj način su formirani indeksi na osnovu kojih se može izvršiti relevantno upoređivanje šerijatskih i tradicionalnih investicija.

U analizi su izabrani indeksi koje se odnose na američko, evropsko i GCC tržište odnosno indeksi: S&P 500 i S&P 500 Shariah, S&P 350 Europe i S&P 350 Europe Shariah, S&P GCC Composite i GCC Composite Shariah. Pored toga izvršena je i analiza indeks S&P Global Property i S&P Global Property Shariah.

Tabela 4. Prinos i rizčnost analiziranih indeksa

Indeks	Godišnja stopa kontinuelnog prinosa	Standardna devijacija
S&P 500	10,44%	1,26%
S&P 500 Shariah	10,65%	1,19%
S&P 350 Europe	6,42%	1,24%
S&P 350 Europe Shariah	8,52%	1,14%
S&P GCC Composite	0,13%	0,85%
GCC Composite Shariah	0,27%	1,02%
S&P Global Property	7,36%	1,11%
S&P Global Property Shariah	7,53%	1,06%

Izvor: Autor

Izvršene analize nam prikazuju da su performanse šerijatskih indeksa bolje i sa aspekta rizičnosti i sa aspekta ostvarenog prinosa. Drugim rečima, prinos šerijatskih indeksa je veći, a njihov rizičnost je manji. Rizičnost šerijatskih ulaganja merenog preko kretanja indeksa je bio veći jedino kod indeksa koji se odnosi na tržište gde je značaj šerijata najveći, odnosno na tržištu GCC zemalja, s tim de i prinos ovde u najvećoj meri prevazilazi prinos tradicionalnih investicionih portfolia. Na američkom tržištu i u pogledu sektora nekretnina razlike nisu toliko značajne, ali se prednost ipak može dati šerijatskim, odnosno takaful ulaganjima. Što se tiče tržišta evrope razlike su značajnije. Prinos je za više od dva procenata veći kod šerijatskog indeksa u odnosu na bazni indeks i to uz manji rizik.

Mada se bolje performanse šerijatskih indeksa mogu pripisati restrikcijama i boljoj kontroli u pogledu pravila za izbor hartija od vrednosti ne može se zanemariti činjenica da su performanse šerijatskih indeksa u svakom slučaju bili bolji od baznog indeksa. Dakle, iako se poštovanjem principa šerijatskog prava unese značajna ograničenja u izradi investicionog portfolia uspešnost ovih ulaganja nas upućuje na zaključak da ulaganja takaful društava (ali i ostalih islamskih institucija) mogu biti znatno uspešnija od tradicionalnih ulaganja, čime se potvrđuje potreba ne samo za postojanjem ovih pravila već i potreba za njihovu aktivnu primenu.

BIBLIOGRAFIJA

1. Barjaktarović L. (2009), „Upravljanje rizikom“, Univerzitet Singidunum, Beograd
2. David Oakley, „S&P launches shariah indices“, Financial Times, 2006, internet izdanje (<https://www.ft.com/content/3e256d40-8ebf-11db-a7b2-0000779e2340>)
3. Dugonjić A. (2017), Potencijali i perspektive Halal turizma, Ekonomski izazovi 6 (11), str. 126-131, Internacionalni Univerzitet u Novom Pazaru
4. Gönülal O. S. (2013), „Takaful and Mutual Insurance: Alternative Approaches to Managing Risks“, IBRD / The World Bank, Washington D.C.
5. Jeremić Z. (2012), „Finansijska tržišta i finansijski posrednici“, Univerzitet Singidunum, Beograd
6. Kiš T., Radovanov B. (2014), „Statistika i ekonometrija finansijskih tržišta“, Ekonomski fakultet, Subotica
7. Milenković I. (2011), „Međunarodno bankarstvo“, Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski Fakultet u Subotici, Subotica
8. Nicholls A., Paton R., Emerson J. (2015), „Social Finance“, Oxford University Press, Great Clarendon Street, Oxford, United Kingdom
9. S&P Dow Jones Indices (2018), „S&P Shariah Indices Methodology“, S&P Dow Jones Indices LLC, internet izdanje
10. (<https://us.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-shariah-indices.pdf>)
11. S&P Dow Jones Indices (<https://us.spindices.com/>)
12. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P 350 Shariah“, S&P Dow Jones Indices LLC
13. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P 350“, S&P Dow Jones Indices LLC
14. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P 500 Shariah“, S&P Dow Jones Indices LLC
15. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P 500“, S&P Dow Jones Indices LLC
16. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P GCC Composite Shariah“, S&P Dow Jones Indices LLC
17. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P GCC Composite“, S&P Dow Jones Indices LLC
18. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P Global Property Shariah“, S&P Dow Jones Indices LLC
19. S&P Dow Jones Indices LLC (2018), „Equity S&P Global Property“, S&P Dow Jones Indices LLC

20. Securities Commission Malaysia (2018), „List of Shariah-Compliant Securities by the Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia”, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur, Malaysia
21. Vunjak N. M., Kovačević Lj. D. (2009), „Finansijska tržišta i berze“, Ekonomski Fakultet, Subotica

RESUME

The use of indices makes it simpler to compare investment alternatives. The aim of this paper is to compare the investments of takaful and traditional insurance companies. Takaful companies have to form investment portfolios according to the principles of shari'ah. To be listed as shari'ah compliant companies have to fulfill some strictly defined financial and business activity conditions. The standards defined by the councils that are monitoring the securities refer to non-allowed activities in shari'ah and the share of revenue achieved by performing non-allowed activities. SAC Malaysia defined these standards as 20% and 5%, while Standard&Poors uses a standard of 5%.

Based on this methodology S&P created some shari'ah indices that are different from the basic indices only in that they don't include non-shari'ah compliant securities. With these indices we can adequately compare the shari'ah and basic indices.

In our analysis we picked indices that refer to the American, European and the GCC markets: S&P 500 and S&P 500 Shariah, S&P 350 Europe and S&P 350 Europe Shariah, S&P GCC Composite and GCC Composite Shariah. S&P Global Property and S&P Global Property Shariah are analyzed also.

Indices	Annual continuous revenue rate	Standard deviation
S&P 500	10,44%	1,26%
S&P 500 Shariah	10,65%	1,19%
S&P 350 Europe	6,42%	1,24%
S&P 350 Europe Shariah	8,52%	1,14%
S&P GCC Composite	0,13%	0,85%
GCC Composite Shariah	0,27%	1,02%
S&P Global Property	7,36%	1,11%
S&P Global Property Shariah	7,53%	1,06%

According to the analyzed data we can see shari'ah indices perform better considering risk and revenue, too. That means, shari'ah indices are lower risk and have a higher revenue. Shari'ah indices are connected with higher risks only on the GCC markets, but the difference between shari'ah and traditional indices revenue is the highest on the mentioned markets, too. On the European market difference is significant. Shari'ah is more than 2% higher than the traditional index.

Better performances of shari'ah indices can be treated as a result of restrictions and strict controls, but it is important that these performances were better in all the

analyzed cases. So, even if shari'ah roles mean limited freedom when investment portfolios are structured, the success of these investments lead us to conclusion that takaful investments can be more successfull than traditional investment, and it confirms the need of an active use of these roles in investment activities.