

مجموعه مقالات برتر نخستین همایش مالی اسلامی ایران



انجمن مالی اسلامی ایران

www.iaif.ir
Iranian Association Of Islamic Finance

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

مجموعه مقالات برتر
نخستین همایش مالی اسلامی ایران



انجمن مالی اسلامی ایران

Iranian Association of Islamic Finance

تهران - ۱۳۹۴

محورهای همایش:

فرصت‌های توسعه ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول، سرمایه و بیمه

جایگاه تامین مالی اسلامی در بازار پول، سرمایه و بیمه

نقش ابزارهای مالی اسلامی در توسعه صادرات

برگزار کننده:

انجمن مالی اسلامی ایران

کلیه حقوق محفوظ است

« نظرات ارائه شده در این مجموعه صرفاً منعکس کننده آراء نویسندگان محترم مقالات بوده و لزوماً بیانگر نظرات مؤسسه انجمن مالی اسلامی ایران نمی‌باشد. نقل تمام یا قسمتی از مقالات مندرج در این مجموعه، بدون ذکر مأخذ و نام نویسنده مجاز نمی‌باشد.»



انجمن مالی اسلامی ایران

Iranian Association of Islamic Finance

عنوان : مجموعه مقالات برتر نخستین همایش مالی اسلامی

نشر: انجمن مالی اسلامی ایران

صفحه آرا: محمد علیزاده

نوبت چاپ: ویرایش اول - شهریور ۱۳۹۵

بسم الله الرحمن الرحيم..

پس از گذشت چند دهه از انقلاب اسلامی و استقرار نظام جمهوری اسلامی در کشور، این انتظار وجود دارد که نظام مالی کشور ما تا حد ممکن با نظام مالی مد نظر اسلام انطباق داشته یا حداقل تضاد و تعارضی با آن نداشته باشد. خصوصا اکنون که در عرصه ی بین الملل شاهد آن هستیم که چه در کشورهای اسلامی و چه در کشورهای غیر اسلامی، توجه بسیاری به مساله مالی اسلامی ائمه از بانکداری اسلامی، بازار سرمایه اسلامی و ابزارهای مخصوص آن و مسائل مربوط به بیمه اسلامی و تکافل وجود دارد، این نیاز بیشتر احساس میشود. در کشور ما برای پاسخ گویی به این نیاز اقدامات مختلفی صورت گرفته است که از جمله ی آنها میتوان به تصویب قانون بانکداری بدون ربا، تشکیل کمیته فقهی در سازمان بورس و اوراق بهادار، تشکیل شورای فقهی در بانک مرکزی و ... اشاره کرد.

اگرچه این اقدامات هر کدام در حرکت به سمت نظام مالی اسلامی سهم خاصی داشته اند اما حقیقت آن است که تحقق نظام مالی اسلامی نیازمند پژوهش هایی جامع، عمیق و دقیق است که بدون وجود نهادهای

پژوهشی و آموزشی کارآمد که حلقه ی اتصال بین حوزه های اجرایی و پژوهشگران و اندیشمندان این حوزه باشند، ممکن نیست.

انجمن مالی اسلامی ایران نیز، بر همین اساس و با حمایت اندیشمندان حوزه ی مالی اسلامی کشور در سال ۱۳۹۴ تاسیس شد. هدف اصلی از تاسیس این انجمن، ارتقای جایگاه نظام مالی اسلامی (بانک، بورس و بیمه) در عرصه ملی و بین المللی از طریق گسترش، پیشبرد و ارتقای علمی دانش مالی اسلامی، توسعه کمی و کیفی نیروهای متخصص و بهبود بخشیدن به امور آموزشی و پژوهشی در زمینه مالی اسلامی می باشد. انجمن مالی اسلامی ایران در جهت نیل به اهداف خود، با تفکیک و تخصصی تر کردن حوزه گسترده مالی اسلامی اقدام به تشکیل نه کمیته بصورت تخصصی نموده است که عبارتند از: کمیته آموزش، کمیته پژوهش و انتشارات، کمیته بازار کار مالی اسلامی، کمیته پایش و ارزیابی مالی اسلامی، کمیته حسابداری و حسابرسی اسلامی، کمیته مهندسی مالی اسلامی، کمیته بیمه اسلامی، کمیته بین الملل و کمیته پذیرش و روابط عمومی.

یکی از برنامه هایی که انجمن در راستای اهداف خود به آن خواهد پرداخت، برگزاری همایش مالی اسلامی بصورت سالانه است که بلطف خداوند متعال، اولین همایش مالی اسلامی انجمن با هدف تبیین جایگاه موضوع مالی اسلامی و نقش و کارکرد آن در توسعه ی اقتصادی در دی ماه ۱۳۹۴ با موفقیت برگزار گردید.

محور های نخستین همایش عبارت بودند از:

- فرصت های توسعه ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول، سرمایه و بیمه
- جایگاه تامین مالی اسلامی در بازار پول، سرمایه و بیمه

• نقش ابزارهای مالی اسلامی در توسعه صادرات

از مجموع بیست و هفت مقاله ای که برای این همایش ارسال شد، ده مقاله به عنوان مقالات برتر شناخته شده و در همایش ارائه گردیدند. مجموعه ی پیش رو، شامل مقالات برتر ارائه شده در این همایش می باشد. این مقالات حوزه های مختلف مالی اسلامی از جمله مسائل مربوط به بازار سرمایه، بازار پول و بانک ها، بازار بیمه و حوزه ی حسابداری را شامل می شوند.

تردید نمی توان داشت که اگر همکاری و همیاری اساتید و سخنرانان عالیقدر مدعو وجود نمیداشت، نیل به اهداف مذکور به گونه ای که حاصل گردید، میسر نمی شد. لذا وظیفه خود می دانم از بذل همکاری و همگامی همه عزیزانی که در برگزاری نخستین همایش مالی اسلامی، انجمن مالی اسلامی را یاری کردند، سپاسگزاری نمایم.

امید است حاصل این تلاش، مورد استفاده خوانندگان عزیز قرار بگیرد.

علی صالح آبادی

رئیس انجمن مالی اسلامی ایران



فهرست مطالب ❁❁

۱. نظام نوین مالی اسلامی بین‌الملل و چشم‌انداز آتی آن،
با تأکید بر ابزارها، بازارها و نهادهای نظارتی مبتنی بر شریعت ۱
۲. امکان سنجی و کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در مدیریت ریسک‌های نقدینگی
و نقدشوندگی اوراق بهادار بازارهای پول و سرمایه ایران ۴۹
۳. امکان سنجی فقهی و مالی اوراق مشارکت مصون از تورم ۱۰۵
۴. ساختار اوراق سلف موازی در بازار سرمایه ایران ۱۴۳
۵. صندوق ضمانت صکوک؛
راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی ۱۸۳
۶. تحلیل قاعده ممنوعیت غرر در معاملات سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده
در بورس اوراق بهادار تهران ۲۲۳
۷. طراحی ابزارهای مالی منطبق با شریعت در بازار پول اسلامی جهت
سیاست‌گذاری بانک مرکزی ۲۵۵
۸. بررسی حساب‌های سرمایه‌گذاری محدودشده و محدود نشده در بانکداری و
حسابداری اسلامی ۲۸۱
۹. طراحی صندوق تکافل در بازار سرمایه ۲۹۷
10. The resilience of Islamic banks and conventional banks
in the global financial crisis ۳۲۶

نظام نوین مالی اسلامی بین الملل و چشم انداز آتی آن: با تاکید بر ابزارها، بازارها و نهادهای نظارتی مبتنی بر شریعت

سیدعلی حسینی^۱، محمد صالحی فر^۲

چکیده

در چند دهه اخیر بازارهای مالی اسلامی از مهمترین نقاط عطف در طیف پیشرفت نظام‌های مالی جهانی به شمار می‌آیند. از یک سو تعداد قابل توجه مسلمانان جهان، وجود منابع دست نخورده مالی و پولی در کشورهای اسلامی و علاقه آن‌ها به سرمایه‌گذاری حلال و مطابق با موازین شرعی موجب جلب توجه کشورهای غیراسلامی به جذب سرمایه کشورهای ثروتمند اسلامی شده است و از سوی دیگر کشورهای اسلامی نیز به اهمیت بهره‌برداری بیشتر از منابع مالی مهجور خود

۱ استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه الزهرا (س)، دانشکده مدیریت و حسابداری، گروه حسابداری.

۲ دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.

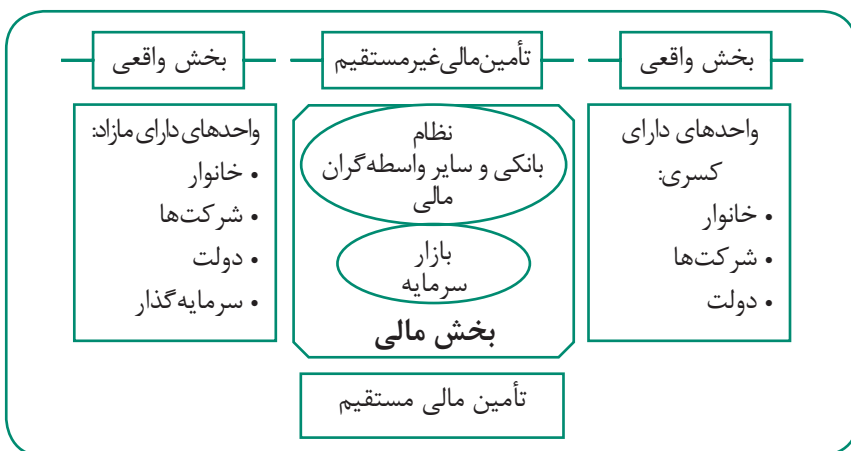
پی‌برده و تلاش می‌کنند تا با استفاده از چارچوب قانون‌گذاری و مقرراتی مبتنی بر موازین شرعی از این منابع بهره‌گیرند. اما نکته مهم، به‌کارگیری نظام مالی مبتنی بر موازین شرعی است که باید نهادهای ناظر و تدوین‌کننده متخصصی را در حوزه‌های مالی و شرعی در اختیار داشته باشند. از همین رو، در این مطالعه به بررسی مهمترین بازارهای مالی اسلامی جهان، ابزارهای مالی اسلامی همچون صکوک و نهادهای نظارتی و تنظیم‌کننده قوانین و مقررات شرعی پرداخته می‌شود. این نهادها نقش اساسی در تنظیم قوانین و مقررات مطابق با موازین شرعی دارند و می‌توانند زمینه ورود سرمایه‌های داخلی و خارجی و هدایت آن‌ها به سمت نهادهای نیازمند سرمایه را تسهیل بخشند و نقش کلیدی در توسعه و پیشرفت نظام مالی و اقتصادی ایفا نمایند. همچنین، پیشنهادهایی در رابطه با مسائل و راه‌حل مربوط به آن‌ها در بازارها و ابزارهای مالی اسلامی ارائه خواهد شد.

واژگان کلیدی: نظام مالی اسلامی، بازارهای مالی اسلامی، ابزارهای مالی اسلامی، نهادهای ناظر مبتنی بر شریعت، قوانین و مقررات مبتنی بر شریعت.

JEL Classification: F65-F53-G15

مقدمه

بازار سرمایه نقش مهمی در توسعه مالی و اقتصادی یک کشور دارد. اگر اقتصاد به دو بخش واقعی و مالی تقسیم شود، آنگاه بخش واقعی شامل بازار کالاها و خدمات تولیدی، و بازار نیروی کار و بخش مالی دربرگیرنده بازار پول، بازار بیمه و بازار سرمایه است که یکی از وظایف این بخش تأمین منابع مالی مورد نیاز برای ایجاد ظرفیت مولد خواهد بود. به بیان دیگر، بخش مالی اقتصاد نقش خود را با حرکت دادن پس اندازها از بخش‌های دارای درآمد و سوق دادن آن‌ها به بخش‌های مولدی که نیاز به سرمایه دارند، ایفا می‌نماید. نگاره شماره ۱ ارتباط کلی بین بخش‌های مالی و واقعی و نیز جایگاه بازار سرمایه در مقابل آن دو را نشان می‌دهد.



نگاره شماره ۱: بازار سرمایه و بخش‌های مالی و واقعی اقتصاد

همانطور که در نگاره شماره ۱ مشاهده می‌شود، بازارهای سرمایه بخشی از بازارهای مالی است. اگرچه به طور سنتی نقش بازارهای مالی جابجایی و توزیع وجوه است، نظام مالی مدرن نقش کاربردی وسیع‌تری در اقتصاد بازی می‌کند. نقش کلیدی در تخصیص منابع، مدیریت ریسک از طریق تجمیع منابع و

متنوع‌سازی، کشف قیمت، ایجاد نظامی کارآمد به منظور تسویه و پایاپای و حتی رفع مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و غیره، برخی از وظایف مهم نظام مالی نوین می‌باشد. در طول دهه گذشته سه روند اصلی جهانی شدن، آزادسازی و ظهور مالی اسلامی در بازارهای سرمایه مطرح شده‌اند که به طور اجمالی به توضیح هر یک پرداخته می‌شود (عصمت پاشا و میرآخور، ۲۰۱۳).

جهانی شدن یعنی بازارهای سرمایه به‌طور فزاینده در حال بین‌المللی شدن هستند. آزادسازی نیز به رفع موانع و محدودیت‌های ورود سرمایه خارجی به ویژه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۳ اشاره دارد. این روند برخلاف دهه ۶۰ و ۷۰ میلادی که در حساب تجاری کشورها محدودیت‌هایی اعمال شده بود و به سرمایه خارجی به دیده تردید نگریسته می‌شد، به رفع محدودیت‌ها می‌پردازد. اما روند سوم که در این مطالعه به طور خاص به آن پرداخته می‌شود، ظهور مالی اسلامی است.

۱-۱- ظهور مالی اسلامی

این روند نسبت به دو روند جهانی شدن و آزادسازی بیشتر مورد توجه قرار گرفته است. بازار سرمایه اسلامی^۴ که به‌طور گسترده‌ای بر بازار اوراق بهادار اسلامی تمرکز دارد، به بخشی از بازار سرمایه تبدیل شده که رشد سریعی را تجربه کرده است. تعریف اوراق بهادار اسلامی به زبان ساده عبارت است از آن دسته از ابزارهای مالی اسلامی که سازگار با شریعت باشند. به‌طور کلی، مالی اسلامی پنج محور را پیش روی خود قرار داده و بر آن‌ها تمرکز دارد:

نخست. جلوگیری از ربا؛

دو. تسهیم سود و تقسیم ریسک؛

سه. وجود یک دارایی پایه (به‌عنوان پشتوانه مالی برای ابزارهای مالی)،

چهار. جلوگیری از ایجاد شرایط عدم اطمینان و

پنج. ممنوعیت از وجود دارایی‌های حرام در معاملات؛ مانند الکل و قمار (همان).

با وجود این‌که این سازگاری درباره ابزارهای مبتنی بر مالکیت نسبتاً آسان است، اما برای برخی ابزارهای دیگر نیاز به بازطراحی کامل ابزارها برای سازگاری با شریعت احساس می‌شود. بازطراحی و یا طراحی ابزارهای نوین به‌منظور سازگاری با شریعت اسلامی نکته بسیار مهمی است که در کشورهای اسلامی و سایر کشورهایی که به دنبال بهره‌برداری از ابزارهای مالی اسلامی هستند توسط برخی نهادهای خاص انجام می‌گیرد. صنعت مالی اسلامی به پنجمین دهه فعالیت خود وارد شده است. این صنعت در حال تجربه و توسعه روزافزون خود به عنوان یکی از اهداف جریان مالی نوین در دنیا است. اگرچه در حدود یک درصد از کل دارایی‌های مالی جهان را شامل می‌شود، اما به رشد باثبات خود در دهه

قبل ادامه داده است. در سال ۲۰۰۵ صنعت مالی اسلامی در حدود ۷۰۰ میلیارد دلار ارزش داشت اما از پایان سال ۲۰۱۲ ارزش آن مضاعف شده و به حدود ۱/۶ تریلیون دلار افزایش یافت. انتظار می‌رود تا سال ۲۰۲۰ کل دارایی‌های مالی اسلامی به رقم ۶/۵ تریلیون دلار رسیده و با نرخ رشد مرکب سالانه ۱۹/۱۵ درصد، در خلال سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۰ افزایش یابد (همان).

۱-۲- تعداد بازیگران

در حال حاضر بالغ بر ۶۰۰ نهاد مالی اسلامی در بیش از ۷۵ کشور جهان در حال فعالیت هستند. علاوه بر این، بستر نهادهای مالی اسلامی، با گسترش وسعت خدمات مالی اسلامی در دسترس در دنیا، در حال توسعه است. بسیاری از دانشگاه‌های جهان در حال تدریس دوره‌های مالی اسلامی هستند. هم‌چنین شرکت‌های مشاوره‌ای و تحقیقاتی که مشغول به ابداع و نوآوری در این حوزه، پیشرفت کسب و کارها و به اشتراک‌گذاری منابع هستند، زنجیره ارزش این صنعت را کامل کرده‌اند (گزارش IFSB، ۲۰۱۵).

خدمات اطلاع‌رسانی، رسانه‌های جمعی و انجمن‌ها	آموزش، تربیت و پژوهش	مشاوره قانونی و تجاری، شریعت	مؤسسات رتبه‌سنجی	بورس‌های سهام و کالائی، مراکز مالی نوبین
دوجونز، FTSE، NSCI تامپسون رویترز و ...	دانشگاه‌ها، مراکز تحقیقاتی (KFH، IBFIM، INCEIF)	KPMG، E&Y، PwC، Deloitte، Yasaar، و Amanie ...	IIRA، Moody's، S&P، Fitch، و RAM ...	BSAS، IIFM، IILM، MIFC، و DIFC ...

۳-۱- توسعه صنعت خدمات و بازارهای مالی اسلامی

الف) صنعت خدمات مالی اسلامی در سال ۲۰۱۴ با محیط رقابتی و چالش‌های مهمی روبرو گردیده که باید با آن‌ها دست و پنجه نرم کند. عوامل کلان اقتصادی و عوامل تأثیرگذار سیاسی همگی بر نظام مالی دنیا اثرگذار هستند. به دنبال وقوع نشانه‌های اقتصادی در ژانویه سال ۲۰۱۴ میلادی، بانک مرکزی آمریکا اقدام به قطع کردن بسته‌های محرک اقتصادی خود در قالب خرید اوراق قرضه (QE)^۵ نمود. این موضوع منجر به ایجاد شائبه‌ای در جامعه مالی جهانی مبنی بر نزدیک شدن به پایان دوره کاهش نرخ بهره - که در راستای حمایت از افزایش فعالیت‌های اقتصادی صورت گرفته بود- شد. ضمن این که پیشرفت اقتصادی آمریکا که پشتوانه آن وجود منابع ارزی دلاری است که ناشر اولیه آن خود همان کشور است، سبب گردید تا چشم‌انداز پیشرفت اقتصادی قدرت اول اقتصادی جهان بهبود قابل ملاحظه‌ای یابد. این موضوع موجب فروش دارایی‌های اقتصادهای نوظهور و در نتیجه فشار بیشتر بر ارز آن کشورها گردید. این کشورها اغلب در گروه بازارهای اسلامی مهم بودند. در نهایت، نوسانات قابل ملاحظه‌ای در نشانگرهای مالی آن‌ها دیده شد. از سوی دیگر ریسک‌های سیاسی - جغرافیایی (هم‌چون وقوع اختلافات و فعالیت گروه‌های تروریستی در خاورمیانه و جنگ در شرق اروپا) به افزایش نگرانی‌ها در رابطه با آینده مسیر رشد اقتصاد جهانی دامن زد. بازارها از احتمال وقوع رکود در منطقه اتحادیه اروپا نگران بودند (گزارش بانک جهانی، اکتبر ۲۰۱۴) هم‌چنین، اقتصاد چین پیش‌بینی کرده بود که سرعت رشد اقتصادی‌اش در پایان سال ۲۰۱۴ کاهش خواهد یافت (گزارش IFSB، ۲۰۱۵). این موضوعات با کاهش کم سابقه ۳۰ درصدی قیمت نفت در نیمه دوم سال ۲۰۱۴ به دلیل افزایش در عرضه نفت و کاهش رشد تقاضا متناسب با عرضه همراه شد. در دسامبر ۲۰۱۴ قیمت جهانی نفت به پایین‌ترین میزان خود در پنج سال گذشته رسید. کاهش قیمت نفت با کاهش فعالیت‌های تولیدی در چین و اروپا

شدت پیدا کرد، اما در سمت عرضه نفت، سازمان اوپک به رغم ثابت ماندن تقاضا، تصمیم به کاهش عرضه خود نگرفت. در نتیجه عوامل پیش گفته، بازارهای مالی با نوسانات قابل ملاحظه قیمت سهام و بازده ابزارهای بدهی خود مواجه شدند. از سوی دیگر، توجه بیش از حد به مدیریت ریسک مالی سبب کاهش تمرکز بر تقویت فعالیت‌های تأمین مالی توسط بانک‌ها گردید. در پی افزایش فشار مالی، نرخ ارز اقتصادهای نوظهور شامل روپیه اندونزی، رینگیت مالزی و لیره ترکیه روند کاهشی به خود گرفتند. به طور کلی، بانک جهانی انتظار خود از افزایش رشد اقتصادی جهان در سال ۲۰۱۵ را اصلاح کرد و در اکتبر ۲۰۱۴ این میزان را از ۳/۸ درصد را به ۳/۳ درصد کاهش داد و اعلام نمود (گزارش IFSB، ۲۰۱۵).

نظام مالی اسلامی نیز از ریسک‌هایی که در حال حاضر در حوزه نظام مالی سایر کشورها وجود دارد، مستثنی نیست و به دنبال مقاوم سازی خود و پیشرفت همه جانبه می‌باشد. گواه این ادعا سیر صعودی توسعه ابزارهای مالی اسلامی و بزرگ شدن اندازه بازارهای اسلامی طی سال‌های اخیر است. صنعت مالی اسلامی طی سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳، نرخ رشد سالانه مرکب دو رقمی ۱۷ درصد را تجربه کرده است. برآورد می‌شود دارایی‌های این صنعت تا ابتدای سال ۲۰۱۴ به میزان ۱/۸۷ تریلیون دلار ارزش داشته باشد. مبلغی که در پایان سال ۲۰۱۳، ۱/۷۹ تریلیون دلار بود. به طور کلی، بخش عمده دارایی‌های صنعت مالی اسلامی در قاره آسیا و به ویژه منطقه خاورمیانه متمرکز شده است، به طوری که کشورهای حوزه خلیج فارس دارای بیشترین نسبت دارایی‌های مالی اسلامی هستند. این منطقه ۳۷/۶ درصد از کل دارایی‌های مالی اسلامی جهان را در بر دارد. منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا به جز کشورهای حاشیه خلیج فارس با سهم ۳۴/۴ در جایگاه دوم درصد قرار دارند. در این بین، کشور جمهوری اسلامی ایران به طور کامل بخش مالی خود را مبتنی بر شریعت قرار داده است. هم‌چنین، سایر کشورهای قاره آسیا در جایگاه سوم قرار دارند که سهم آن‌ها از کل به میزان ۲۲/۴

درصد است که پیشروترین کشور در بین آن‌ها مالزی است (گزارش IFSB، ۲۰۱۵). به‌رغم وجود چشم‌اندازی روشن و وجود بازارهایی نوپا در قاره آفریقا و نظام‌های مالی پیشرفته و ثروتمند در اروپا، مشارکت این کشورها در سطح پایین‌تری قرار دارد. در سال ۲۰۱۴، توسعه قانون‌گذاری مرتبط با بخش بانکداری اسلامی در کشورهای افغانستان، آذربایجان، مراکش، تاجیکستان و اوگاندا آغاز گردید. به‌طور مشابه، بخش انتشار صکوک نیز پیشرفت‌های چشم‌گیری داشت. انتشار صکوک دولتی مالدیو، سنگال، آفریقای جنوبی و شارجه امارات، نمونه‌هایی از این موارد است. توسعه در مناطق دیگر، وابستگی بسیار زیادی به قانون‌گذاری، شفافیت مقرراتی، حمایت سیاسی قوی توسط سیاست‌گذاران - به‌خصوص در بازارهای نوپا و یا در حال رشد - دارد. صنعت مالی اسلامی اهمیت خود را در بازارهای مهم سنتی به ویژه کشورهای حاشیه خلیج فارس و کشورهای خاص آسیای شرقی نیز عمق بخشیده است. به جز ایران و سودان که نظام مالی بانکی آن‌ها به‌طور کامل مبتنی بر شریعت عمل می‌کند، بانکداری اسلامی هم اکنون در هفت کشور دیگر از اهمیت سیستماتیک برخوردار است که تا ابتدای سال ۲۰۱۴ کشورهای برونئی، کویت، مالزی، قطر، عربستان سعودی و امارات متحده عربی و یمن از آن جمله محسوب می‌شوند. این کشورها به سمت افزایش بهره‌برداری از مالی اسلامی نسبت به نظام مالی متعارف در دنیا هستند. به‌طور کلی سهم این کشورها از دارایی‌های مالی اسلامی جهان حدود ۱۵ درصد و از کل دارایی‌های بانکداری اسلامی جهانی ۵ درصد است (گزارش IFSB، ۲۰۱۵).

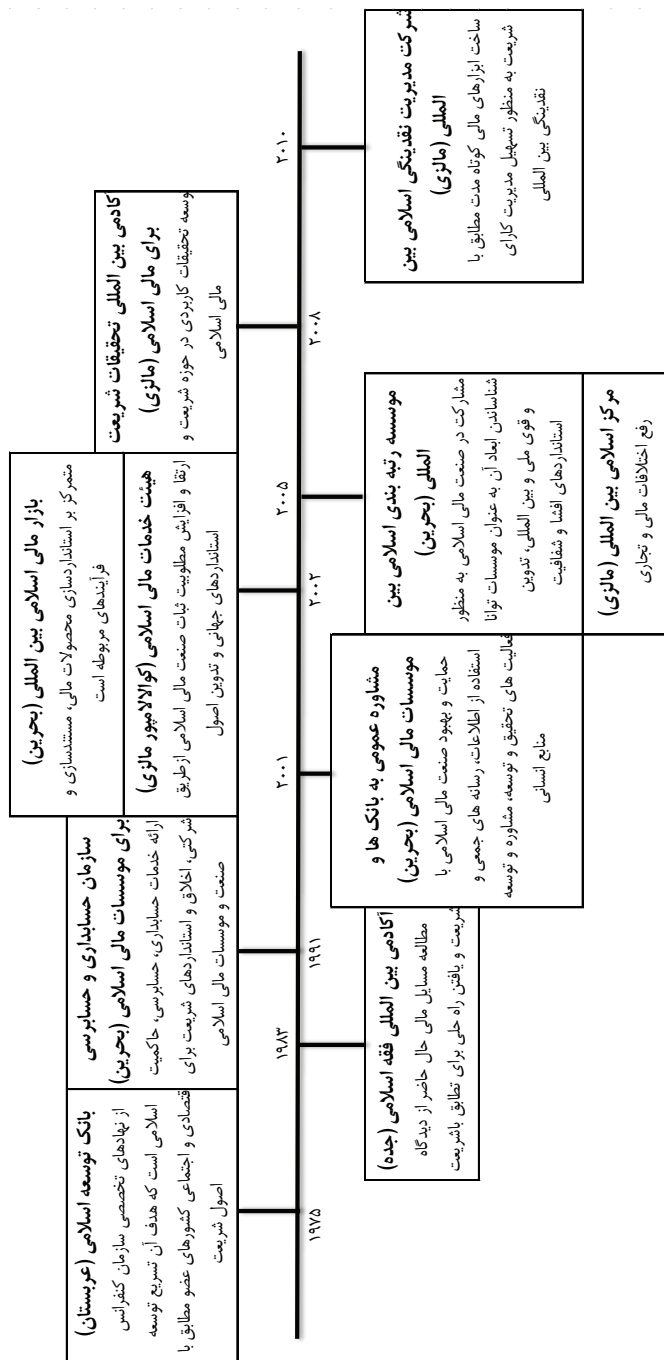
ب) مالی اسلامی بخش نوینی از نظام مالی معاصر محسوب می‌شود. راه‌اندازی سازمان‌های مالی اسلامی در گستره وسیعی از نظام‌های قانونی موجود در کشورهای دنیا، منجر به ایجاد زمینه‌های قانونی و مقرراتی گوناگونی شده است. به‌طور کلی می‌توان کشورهایی را که تمایل به استفاده و بهره‌برداری از مالی اسلامی دارند در سه گروه دسته‌بندی کرد:

نخست. کشورهایی که تمام نظام‌های قانونی خود را مبتنی بر شریعت بنا ساخته‌اند: مانند ایران.

دو. کشورهایی که نسبتاً از نظام‌های قانونی مبتنی بر شریعت بهره می‌برند: مانند بحرین، مالزی، اندونزی و امارات متحده عربی.

سه. کشورهایی که از نظام قانونی شریعت در مقررات و قوانین خود استفاده نمی‌کنند: همانند سنگاپور، انگلستان و آمریکا.

با این وجود، طی سال‌های اخیر نهادهای مالی اسلامی گوناگونی تأسیس و فعالیت بین‌المللی خود را در صنعت مالی اسلامی آغاز نموده‌اند (نگاره شماره ۲) که می‌توان به بانک توسعه اسلامی، آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی جده، سازمان حسابداری و حسابرسی برای نهادهای مالی، هیأت خدمات مالی اسلامی، بازار مالی اسلامی بین‌المللی، آکادمی بین‌المللی تحقیقات شریعت برای مالی اسلامی، مرکز اسلامی بین‌المللی، شرکت مدیریت نقدینگی اسلامی بین‌المللی و غیره اشاره کرد.



نگاره شماره ۲: مسیر شکل گیری نهادهای فعال بین المللی در صنعت مالی اسلامی (گزارش GIFF، ۲۰۱۲)

۱-۴-۴- بررسی روند توسعه بازارهای مالی اسلامی

اگر چه قدمت شکل‌گیری منسجم بازارهای مالی اسلامی به دهه ۹۰ میلادی باز می‌گردد، اما این بازارها سریع‌ترین نرخ رشد را در بین نظام‌های مالی نوین دنیا از آن خود کرده‌اند. بازارهای مالی اسلامی، سرمایه‌گذاران و علاقه‌مندان بسیاری را از سراسر جهان به سمت خود جذب و به مرور زمان، به اندازه بازار و عمق مالی خود اضافه کرده است. به طور کلی بازارهای مالی اسلامی از سه بخش اصلی تشکیل شده است:

نخست. بازار سهام اسلامی که شاخص‌های مبتنی بر شریعت در آن‌ها دیده می‌شود،

دو. صکوک یا اوراق بهادار اسلامی و،

سه. صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی.

این سه بخش، سرمایه‌گذاران را قادر ساخته تا بازده سرمایه مبتنی بر شریعت کسب نمایند. از بین سه بخش مذکور، بازار صکوک بیشترین سیر صعودی و پیشرفت را طی سال‌های اخیر تجربه کرده است.

۱-۴-۱- صکوک

نقش بازار سرمایه اسلامی به ویژه بازار صکوک در یافتن مسیرهای مطلوب برای تجهیز مؤثر منابع کوتاه‌مدت تا بلندمدت و پاسخ‌گویی به نیازهای تأمین مالی دولت و بخش خصوصی جهت تسهیل فرآیند توسعه اقتصادی کشور تجلی می‌یابد. این بازار مهم‌ترین منبع تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری در مقیاس بزرگ است که دسترسی به منابع مالی با سررسیدهای مناسب را امکان‌پذیر کرده و به این ترتیب نقشی مهم در رشد و شکوفایی اقتصادی کشور خواهد داشت.

ویژگی اصلی نهفته در ساختار صکوک، سازگاری آن با موازین شریعت و اتکای آن به وجود دارایی‌های پایه مشخص است که امنیت پایداری را برای سرمایه‌گذاران این اوراق فراهم می‌آورد (توحیدی، ۱۳۹۴).

بازار صکوک در سال‌های اخیر بیشترین رشد در بخش‌های گوناگون مالی اسلامی را داشته است. حجم انتشار جهانی صکوک با نرخ سالانه ۲۰/۸ درصد در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ توسعه یافته است و به رقم ۲۹۴/۷ میلیارد دلار تا پایان فصل سوم سال ۲۰۱۴ رسیده است. در سال ۲۰۱۴، کشور انگلستان به تنهایی ۲۰۰ میلیون پوند، لوکزامبورگ ۲۰۰ میلیون یورو، امارات ۷۵۰ میلیون دلار، هنگ کنگ ۱ میلیارد دلار و آفریقای جنوبی ۵۰۰ میلیون دلار انواع صکوک منتشر کرده‌اند (گزارش IFSB، ۲۰۱۵).

۱-۱-۴-۱- تحلیل نظری انواع صکوک

در این قسمت نگاهی تحلیلی به انواع صکوک خواهیم داشت:

۱-۱-۴-۱-۱- اوراق اجاره: اوراق اجاره، نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود. هم‌چنین، انواع مختلف اوراق اجاره قابل انتشار است که مهم‌ترین آن‌ها عبارت است از: اوراق اجاره تأمین‌دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی، اوراق اجاره رهنی و اوراق اجاره شرکت‌های لیزینگ (موسویان، ۱۳۸۸) اوراق اجاره، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی را نیز دارد (مجتهد و حسن‌زاده، ۱۳۸۴؛ موسویان، ۱۳۸۶)

۱-۱-۴-۱-۲- اوراق مشارکت: با توجه به این‌که اوراق مشارکت بر اساس قرارداد شرکت منتشر می‌شود بنابراین، شراکت افراد در عین یا دین یا منفعت و یا حق است و دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود. هم‌چنین، اوراق مشارکت

به دو صورت منتشر می‌شود: در حالت اول، ناشر اوراق مشارکت، بخشی از سرمایه مورد نیاز تأسیس بنگاه اقتصادی یا فعالیت سودآور را خودش تهیه می‌کند و بخش دیگر را از طریق واگذاری اوراق مشارکت، تأمین می‌کند؛ و در حالت دوم، ناشر اوراق، تنها به مدیریت پروژه و فعالیت اقتصادی می‌پردازد و همه سرمایه مورد نیاز پروژه و فعالیت را از طریق انتشار اوراق جذب می‌کند (میرمطهری، ۱۳۸۱).

۱-۴-۱-۳- مضاربه: در اوراق مضاربه بر اساس قرارداد مضاربه با انتشار اوراق، وجوه متقاضیان اوراق، جمع و در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار گرفته می‌شود و در پایان هر دوره مالی، سود حاصل بر اساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، تقسیم می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶). البته، در قلمروی عقد مضاربه، اختلاف نظر هست. به اعتقاد مشهور فقهای شیعه، مضاربه، اختصاص به تجارت دارد، در حالی که به اعتقاد فقهای متأخر اهل سنت، توسعه قلمروی عقد مضاربه به همه بخش‌های اقتصادی است. به انواع مختلف اوراق مضاربه قابل انتشار است که مهم‌ترین آن‌ها عبارت است از: اوراق مضاربه خاص، اوراق مضاربه عام با سررسید، و اوراق مضاربه عام بدون سررسید (موسویان، ۱۳۸۶).

۱-۴-۱-۴- مرابحه: درباره اوراق مرابحه در نگاه عام می‌توان گفت که اوراق مرابحه، اوراق بهاداری است که حکایت از بدهی ناشی از بیع مرابحه می‌کند و دارنده ورق، مالک و طلبکار آن دین است (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵). انواع مختلف اوراق مرابحه به تبع قرارداد مرابحه قابل انتشار است که مهم‌ترین آن‌ها عبارت است از: اوراق مرابحه تأمین مالی، اوراق مرابحه تأمین نقدینگی، اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری و اوراق مرابحه رهنی. معاملات نوع سوم اوراق مرابحه چه در بازار اولیه و چه در بازار ثانوی به اعتقاد همه فقها (شیعه و سنی) صحیح است. نوع اول و چهارم اوراق مرابحه، اگرچه در بازار اولیه مشکلی ندارد اما معاملات بازار ثانوی آن‌ها نیازمند صحت بیع دین (تنزیل) به شخص

ثالث، به کمتر از مبلغ دین است که این معامله به اعتقاد مشهور فقهای شیعه، صحیح است اما به اعتقاد مشهور فقهای اهل سنت اشکال دارد (موسویان، ۱۳۸۸). نوع دوم اوراق مباحه نیز از همان معامله نخست به اعتقاد مشهور فقهای شیعه و اهل سنت، محل اشکال است.

۱-۴-۱-۱-۵- استصناع: اوراق بهادار بانامی است که ناشر براساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌شود. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشند. قرارداد سفارش ساخت، قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل دارایی مشخصی را در زمان معینی در آینده متعهد می‌شود (دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، مصوب ۱۳۹۲/۹/۲ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار).

۱-۴-۱-۱-۶- سلف: به طور کلی سلف یکی از اقسام بیع است که بر اساس آن بهای کالا (ثمن) هم‌زمان با انعقاد قرارداد پرداخت می‌گردد و اصل کالا (مثن) در زمانی معین در آینده به خریدار تحویل می‌گردد. طبق نظر فقها، اگر در قرارداد بیع برای تحویل کالا (مبیع) مدت تعیین گردد، معامله را بیع سلف می‌گویند. طبق مبانی فقه شیعه و اهل سنت امکان معامله ثانوی قرارداد سلف در قالب قرارداد سلف موازی وجود دارد که در آن خریداران می‌توانند در بازار ثانوی کالای سلف را با همان مشخصات قرارداد اول معامله نموده و به طور کلی از معامله خارج گردند و خریدار جدید را به فروشنده اصلی ارجاع نمایند. به این بیان که فروشنده نخست سلف (عرضه‌کننده)، با دریافت قیمت کالا، ورقه سلف را به خریدار می‌دهد که به سبب آن خریدار یا هرکسی که خریدار وی را به عرضه‌کننده حواله دهد، حق دارد در سررسید به عرضه‌کننده مراجعه کرده و مقدار معینی کالا تحویل بگیرد. اینک خریدار سلف می‌تواند تا سررسید منتظر بماند و نسبت به دریافت کالا اقدام کند یا با فروش سلف موازی، خریدار جدید سلف را جهت دریافت کالا به عرضه‌کننده حواله دهد و برای این منظور، ورقه سلف را به وی واگذار کند.

وی نیز یا تا سررسید منتظر می ماند و خود به دریافت کالا از عرضه کننده اقدام می کند یا بعد از فروش سلف موازی دیگر، با تحویل ورقه سلف، خریدار جدید سلف را جهت دریافت کالا به عرضه کننده حواله می دهد و این رویه می تواند تا سررسید چندین مرتبه تکرار شود. از آن جهت که در قرارداد کلیه مشخصات کالا شامل حجم، نوع، محل تحویل و سایر مشخصات قرارداد معین و غیرقابل تغییر است و در بورس ها (به عنوان بازار رسمی) معامله می گردد سلف موازی استاندارد نامیده می شود (امیدنامه انتشار قرارداد سلف موازی استاندارد در بورس انرژی ایران، ۱۳۹۴).

درباره اوراق سلف، ناشر با انتشار این اوراق، وجوه سرمایه گذاران را تجهیز و با وکالت از طرف آنان، کالا را به صورت سلف از بانی می خرد و ناشر پس از تحویل گرفتن کالا در سررسید به وکالت از سرمایه گذاران، کالا را در بازار می فروشد، سپس وجوه حاصل از فروش کالا را پس از کسر کارمزد معین به سرمایه گذاران می پردازد (فراهانی فرد، ۱۳۸۸) طراحی اوراق سلف در سایر کشورها نیز سابقه داشته است، به طور مثال مدل عملیاتی اوراق سلف دولت بحرین (عبیدالله، ۲۰۰۵) و سلف موازی کشور مالزی. اما در سال های اخیر پیشرفت چشم گیری در طراحی این اوراق و انتشار آن ها در کشور ایران رقم خورده است. با طراحی اوراق سلف موازی استاندارد و تصویب آن در کمیته فقهی و هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، برای اولین بار اوراق سلف موازی استاندارد در بازار سرمایه ایران و به طور خاص در شرکت های بورس انرژی ایران (اوراق سلف موازی استاندارد نفت کوره شرکت ملی نفت ایران) و بورس کالای ایران (اوراق سلف موازی استاندارد سنگ آهن شرکت گل گهر) منتشر شد.

۱-۴-۱-۷- مشارکت کاهنده: هنگامی که شرکت ها می خواهند طرحی را احداث کنند اما اعتبار لازم را ندارند و از طرف دیگر، می خواهند پس از احداث طرح، در دوره زمانی معین، سهم مردم را بخرند و خود، مالک طرح شوند، اقدام

به انتشار اوراق مشارکت کاهنده می‌کنند. به سبب احکام عقد شرکت، دارندگان اوراق تا زمان سررسید، مالک مشاع طرح به اندازه ارزش اسمی ورقه هستند. اوراق مشارکت کاهنده تا زمان سررسید، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی را دارد (معصومی‌نیا، ۱۳۸۸). هم‌چنین مدل‌های عملیاتی مشارکت کاهنده، شامل دو دسته کلی است که عبارت است از: اول، مدل‌های عملیاتی برای خرید دارایی که مهم‌ترین نمونه‌های آن عبارت‌اند از: مدل ترکیب شرکت و مدل بیع و اجاره (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۴) و دوم، مدل ترکیب شرکت و شرط تملیک مانند مدل‌های عملیاتی برای احداث دارایی (معصومی‌نیا، ۱۳۸۸).

روند انتشار انواع صکوک در کشورهای جهان طی سال‌های اخیر از رشد قابل توجهی برخوردار بوده است. اگر انتشار انواع صکوک به دو نوع خصوصی و دولتی دسته‌بندی شود، آنگاه انتشار صکوک دولتی ارزش خود را حدوداً از میزان ۴۰ میلیارد دلار در ابتدای سال ۲۰۱۰ میلادی به مبلغ ۱۰۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۲ نزدیک ساخته است. این درحالی است که سهم انتشار صکوک بخش خصوصی نیز طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۴ افزایش داشته است و بیشترین میزان ارزش انتشار به ارزش تقریبی ۳۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۲ رسیده است (گزارش IFSB، ۲۰۱۵). در بین کشورهای منتشرکننده انواع صکوک (به غیر از ایران)، کشور مالزی بیشترین حجم انتشار (۶۷ درصد) را دارد. پس از آن کشورهای عربستان با (۱۲ درصد)، اندونزی (۴ درصد)، امارات (۴ درصد)، قطر (۴ درصد)، ترکیه (۳ درصد)، بحرین (۱ درصد)، و هنگ کنگ (۱ درصد) به ترتیب بیشترین سهم از انتشار انواع صکوک را در اختیار دارند (پیشین، ۲۰۱۵). اکنون نکته مهمی که مطرح می‌شود این است که صکوک منتشرشده برای تأمین مالی کدام یک از بخش‌های اقتصادی منتشر شده است؟ طی سال‌های اخیر، انتشار صکوک به تفکیک بخش‌های گوناگون اقتصادی شامل دولت (۶۱/۴ درصد)، خدمات مالی (۲۱/۵ درصد)، نیرو (۷/۲ درصد)، مسکن (۴/۳۸ درصد)، ساخت‌وساز (۱/۸ درصد)، حمل و نقل (۱/۶ درصد)، ارتباطات (۰/۹ درصد)، کشاورزی (۰/۶ درصد)، سلامت

(۰/۶ درصد)، خرده فروشی (۰/۱۳ درصد)، نفت و گاز (۰/۰۴ درصد)، آموزش (۰/۰۲ درصد) و سایر بخش‌ها (۲/۲۰ درصد) منتشر شده است (پیشین، ۲۰۱۵). در کشور ایران نیز تاکنون ۵۲ نوع از انواع صکوک منتشر شده است: ۲۴ بار اوراق مشارکت، ۲۴ بار اوراق اجاره، ۴ بار مباحه و ۱ بار سفارش ساخت (استصناع).

۱-۴-۲- شاخص‌های اسلامی^۷

شاخص‌های اسلامی نقش اساسی در ایجاد زیرساخت‌های صنعت مالی اسلامی از طریق تسهیل سرمایه‌گذاری اسلامی در اوراق بهادار منطبق با شریعت ایفا می‌کنند. هم‌اکنون این شاخص‌ها از سوی سازمان‌های ارائه‌دهنده شاخص هم‌چون دوجونز، استاندارد اندپورز، MSCI، FTSE و Russell به اطلاع عموم می‌رسند. اوراق بهادار اسلامی برای مدیران صندوق‌های اسلامی که از روش‌های مبتنی بر شریعت بهره می‌برند، جذاب هستند.

۱-۴-۳- صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی^۸

مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی یکی از بخش‌های نوپا در حوزه مالی اسلامی است. این حوزه نیاز به جذب سرمایه‌های کلان، توجه و حمایت بخش‌های دولتی و خصوصی دارد. با پیشرفت و توسعه این بخش، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی توانایی لازم برای پوشش ریسک‌ها و جذب بیش‌تر سرمایه‌های خرد اقتصاد را خواهند داشت. خوشبختانه در ایران طی سال‌های اخیر روند رو به رشد و سریعی در حوزه توسعه و گسترش فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (اوراق بهادار، اوراق بهادار با درآمد ثابت و مختلط)، صندوق‌های شاخصی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF)

7 Islamic indices

8 Islamic funds

صورت گرفته است. طبق گزارش ماهانه عملکرد صندوق‌ها که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر می‌گردد، تا پایان شهریور ماه سال ۱۳۹۴ تعداد ۱۴۸ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در بازار سرمایه فعالیت می‌نمایند. ارزش این صندوق‌ها در پایان شهریور ماه ۱۳۹۴ به طور تقریبی به میزان ۰۹۶،۴۰۱،۲۱۸ میلیون ریال بوده است. فعالیت این صندوق‌ها طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ نشان می‌دهد که ارزش سهام تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۹۱، ۳/۲۱۶ میلیارد ریال بوده که در سال ۱۳۹۳ به مبلغ ۱۱/۶۸۱ میلیارد ریال رسیده است.

۲- برترین بورس‌های جهان اسلام

طی سال‌های اخیر کشورهای اسلامی بسیاری تلاش کرده‌اند تا نظام مالی خود را مبتنی بر شریعت بنا سازند. در این راستا برخی کشورها مانند ایران، سودان، مالزی، عربستان سعودی، ترکیه، مصر و عمان نسبت به سایر کشورها موفق‌تر عمل کرده‌اند. در ادامه به بررسی اجمالی بورس کشورهای مذکور می‌پردازیم.

۲-۱- بورس مالزی (کشور مالزی)

در مورد کشور مالزی، کمیته مشورتی شریعت (SAC)^۹ کمیسیون اوراق بهادار، مجموعه‌ای از فیلترها تعیین کرده است که سهام پذیرفته شده در بورس باید از آن‌ها عبور کند تا به عنوان سهام حلال یا سهام سازگار با شریعت شناخته شوند. در بُعد جهانی، جونز ارائه‌کننده اطلاعات مالی، برای طراحی فیلترهای غربال‌گری

شرعی^{۱۰} برای سهام پذیرفته شده بین‌المللی با علمای شریعت همکاری نموده است. تا زمان تأسیس کمیسیون اوراق بهادار مالزی در مارس ۱۹۹۳، بازار سرمایه مالزی تحت نظارت نه چندان قوی چندین نهاد از قبیل ثبت شرکت‌ها (ROC)^{۱۱}، کمیته موضوعات مربوط به سرمایه (CIC)^{۱۲}، هیأت تملیک و ادغام (TOP)^{۱۳}، کمیته سرمایه‌گذاری خارجی (FIC)^{۱۴}، بانک نگارا مالزی (BNM)^{۱۵}، وزارت صنعت و تجارت بین‌المللی (MITI)^{۱۶} و بورس اوراق بهادار مالزی بود. واضح است که چنین ساختار مقرراتی پیچیده‌ای برای یک کشور که قصد دارد به یک مرکز مالی منطقه‌ای تبدیل شود، مناسب نیست. نیاز به یک بدنه مقرراتی واحد در بازار سرمایه، نخستین بار در برنامه ششم مالزی (۱۹۹۱-۱۹۹۵) مطرح گردید و منجر به اعلام آن در مجلس کشور مالزی در قالب قانون کمیسیون اوراق بهادار (SCA) شد. با تأسیس کمیسیون اوراق بهادار، چندین نهاد مانند CIC، TOP و کمیسیون معاملات کالاها منحل شد و کارکرد آن‌ها به عهده کمیسیون اوراق بهادار قرار گرفت. به‌عنوان یک بازار نوظهور، بازار سهام مالزی به سهم خود فراز و نشیب‌هایی را تجربه کرده است. به نظر می‌رسد که دو دهه یعنی طی سال‌های ۱۹۷۶ تا ۱۹۹۶، دوره رشد سریع این بورس بوده است. رشد بازار سهام بر مبنای سرمایه کل بازار^{۱۷} در سال ۱۹۹۶ به اوج خود و به میزان ۳۱۸/۶ میلیارد دلار رسید. این اتفاق جایگاه بازار مالزی را در رتبه سوم بورس‌ها در منطقه آسیا و اقیانوسیه قرار داد. بورس‌های برجسته آسیا یعنی کره جنوبی، تایوان و سنگاپور از سال ۱۹۹۶ از بورس مالزی عقب افتادند. وقوع بحران ارزی آسیا در سال ۱۹۹۷

-
- 10 Shariah Screening Filters
 - 11 Register of companies
 - 12 Capital issues committee
 - 13 Panel on takeovers and mergers
 - 14 Foreign investment committee
 - 15 Bank Negara Malaysia
 - 16 Ministry of International Trade and Industry
 - 17 Total Market Capitalization

و اعمال کنترل‌های سرمایه توسط دولت مالزی، عواقب گسترده‌ای بر بازار سهام داشت. در سال ۲۰۰۲ سرمایه کل بازار به ۱۲۷ میلیارد دلار رسید که ۴۰ درصد سرمایه بازار در سال ۱۹۹۶ بود. اگرچه بخش واقعی دوباره جان گرفت و به سرعت ترمیم شد، اما بخش مالی خصوصاً بازار سهام، قبل از رهایی از بحران ناشی از ارزشها مجبور بود فرآیند آرام‌تری را طی کند. در سال ۲۰۱۰ در مجموع ۱۰۲۵ شرکت به عضویت بورس مالزی درآمد بودند. این بورس که با تابلوی اصلی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شروع کرده بود، تابلوی فرعی را هم در سال ۱۹۸۹ اضافه کرد. تابلوی دوم ابزاری برای این منظور بود که شرکت‌های کوچک‌تری با سرمایه کمتر از ۲۰ میلیون رینگت (واحد پولی مالزی) نیز بتوانند عضو بورس شوند (عصمت پاشا و میرآخور، ۲۰۱۳).

۲-۲- تداوال (عربستان سعودی)

تداول تنها بورس عربستان سعودی می‌باشد. تا اوایل دهه ۱۹۸۰ که دولت عربستان تلاشهایی به منظور رسمی نمودن و تعیین سیستمهای معاملات شروع نمود، بازار سهام یک بازار غیررسمی بود. اگرچه بورس اوراق بهادار در سال ۱۹۹۳ تاسیس شد اما در سال ۲۰۰۳ به شکل جاری درآمد و مرجع بازار سرمایه بنا گذاشته شد. این نهاد یک نهاد ناظر است.

۲-۳- بورس سهام استانبول

در دسامبر سال ۱۹۸۵ تاسیس شد. این نهاد به عنوان یک سازمان تخصصی، مستقل و خودانتظام عمل میکند. شاخص‌های قیمت بورس سهام استانبول در حین جلسات معاملاتی محاسبه و منتشر می‌شوند. در حالیکه شاخص‌های بازدهی فقط بعد از بسته شدن جلسات معاملات محاسبه و منتشر می‌شوند. شاخص‌های این بورس

عبارتند از: ISE National-100، ISE National-50، ISE National-30، ISE شاخص‌های بخشی و زیربخشی، شاخص بازار ملی دوم، شاخص بازار اقتصاد جدید و شاخص صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

۲-۴- بورس سهام مصر

از سال ۲۰۰۹ شاخص اصلی بورس سهام مصر تحت عنوان EGX ۳۰ شناخته شد. این شاخص شامل ۳۰ شرکت برتر از نظر نقدشوندگی و سطح فعالیت است و بر مبنای ارزش بازاری وزن دهی شده و با سهام شناور آزاد تعدیل می‌شود. برای آنکه شرکتی بتواند در این شاخص گنجانده شود لازم است حداقل ۱۵ درصد سهام شناور آزاد داشته باشد.

۲-۵- بازار اوراق بهادار مسقط (عمان)

تمامی اوراق بهادار پذیرفته شده در عمان در این بازار معامله می‌شوند. در سال ۱۹۸۸ دولت عمان مرجع بازار سرمایه را به عنوان تنها نهاد تنظیمی بورس ایجاد نمود. بورس یک واحد دولتی است که توسط مرجع بازار سرمایه نظارت می‌شود. در سال ۱۹۹۸ شرکت ثبت اوراق بهادار و سپرده‌گذاری مسقط به عنوان خزانهای متمرکز برای سهام تاسیس گردید. شاخص عمانی ۳۰ MSM متشکل از ۳۰ شرکت پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار مسقط است.

۲-۶- بورس اوراق بهادار تهران

بورس اوراق بهادار تهران در بهمن‌ماه سال ۱۳۴۶ بر پایه قانون مصوب

اردیبهشت‌ماه ۱۳۴۵ تأسیس شد. دوران فعالیت بورس اوراق بهادار را می‌توان به چهار دوره تقسیم کرد:

۲-۶-۱- دوره اول (از سال ۱۳۴۶-۱۳۵۷)

بورس اوراق بهادار از پانزدهم بهمن سال ۱۳۴۶ فعالیت خود آغاز کرد. در این دوره گسترش فعالیت بورس اوراق بهادار بیشتر مرهون قوانین و مقررات دولتی مانند تصویب قانون گسترش مالکیت سهام واحدهای تولیدی در سال ۱۳۵۴ و تصویب قانون معافیت‌های مالیاتی بود.

۲-۶-۲- دوره دوم (از سال ۱۳۵۸-۱۳۶۷)

در سال‌های پس از انقلاب اسلامی و تا پیش از نخستین برنامه پنج ساله توسعه اقتصادی، دگرگونی‌های چشمگیری در اقتصاد ملی پدید آمد که بورس اوراق بهادار تهران را نیز در بر گرفت. تصویب لایحه قانون اداره امور بانک‌ها در سال ۱۳۵۸، تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران در سال ۱۳۵۸ و کاهش حجم معاملات به دلیل شرایط جنگ از مهمترین دلایل رکود معاملات در بورس اوراق بهادار تهران بود.

۲-۶-۳- دوره سوم (از سال ۱۳۶۸-۱۳۸۳)

با پایان یافتن جنگ، در چارچوب برنامه پنج ساله اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان زمینه‌ای برای اجرای سیاست‌های خصوصی‌سازی مورد توجه قرار گرفت. گرایش سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی به استفاده از ساز و کار بورس، افزایش چشمگیر شمار شرکت‌های پذیرفته شده و افزایش حجم فعالیت بورس تهران از

نتایج این امر بود. مجموعه‌ای از قوانین و مقررات در راستای گسترش بازار بورس اوراق بهادار همچون تبصره ۳۵ قانون بودجه سال ۱۳۷۸ کل کشور، ماده ۹۴ قانون برنامه سوم توسعه (۱۳۸۳-۱۳۷۹) و همچنین ماده ۹۵ برنامه سوم توسعه به تصویب رسیدند تا بتوانند تأثیر بسزایی در افزایش حجم معاملات ایجاد نمایند.

۲-۶-۴- دوره چهارم (از سال ۱۳۸۴ - تاکنون)

در سال ۱۳۸۴، نماگرهای مختلف فعالیت بورس اوراق بهادار در ادامه روند حرکتی نیمه دوم سال ۱۳۸۳، همچنان تحت تأثیر رویدادهای مختلف داخلی و خارجی از روندی کاهشی برخوردار بودند و این روند، به جز دوره کوتاهی در آذرماه ۱۳۸۳ تا پایان سال قابل ملاحظه بود. از آذرماه سال ۱۳۸۴، سیاست‌ها و تلاش دولت و سازمان بورس باعث کند شدن سرعت روند کاهشی معیارهای فعالیت بورس شد. شاخص کل بورس در پایان سال ۱۳۸۴ به ۹,۴۵۹ واحد رسید که طی سال ۱۳۸۵ از مرز ۱۰,۰۰۰ واحد عبور کرد و در نهایت در پایان سال مذکور ۹,۸۲۱ واحد را تجربه کرد. همچنین کاهش چشمگیر معاملات سهام در سال ۱۳۸۴، با توجه به اقدامات مؤثر فوق‌الذکر در سال ۱۳۸۵ به تعادل نسبی رسید، به نحوی که ارزش معاملات سهام و حق تقدم در سال ۱۳۸۴ در حدود ۵۶,۵۲۹ میلیارد ریال و در سال ۱۳۸۵ معادل ۵۵,۶۴۵ میلیارد ریال ارزیابی شد. تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیز از ۴۲۲ شرکت در پایان سال ۱۳۸۳ به ۴۳۵ شرکت در پایان سال ۱۳۸۵ افزایش یافت. یکی از مهمترین اتفاقات در این دوره و نقطه عطف فعالیت بورس اوراق بهادار تهران تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۴ است. به موجب این قانون چهار محور اساسی مورد تأکید قرار گرفتند: تفکیک نظارت و اجراء، ابزارسازی، نهادسازی و ضمانت‌های اجرایی. از جمله سایر رویدادهای اساسی این دوره میتوان به موارد زیر اشاره نمود:

- تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۴/۹/۱)
- تشکیل شورای عالی بورس و اوراق بهادار
- تشکیل سازمان بورس و اوراق بهادار
- تشکیل بورس اوراق بهادار تهران (سهامی عام)
- تشکیل شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سهامی عام)
- تشکیل شرکت بورس کالای ایران (سهامی عام)
- تشکیل شرکت فرابورس ایران (سهامی عام)
- تشکیل شرکت بورس انرژی ایران (سهامی عام)

۳- نهادهای تنظیم کننده بین المللی مالی اسلامی

با توجه به ماهیت جهانی و رشد مالی اسلامی، تعدادی از نهادهای بین المللی وجود دارند که نقش تنظیمی و حمایتی ایفا می کنند. گرچه برخی از آنها دارای اختیارات قانونی و رسمی در داخل کشوری که تاسیس شده اند، هستند؛ اغلب نقش حمایتی در توسعه بانکداری اسلامی و مالی برون مرزی دارند. در ادامه به توضیح مختصری از این نهادها به منظور آشنایی با آنها می پردازیم.

۳-۱- هیأت خدمات مالی اسلامی^{۱۸}

هیأت خدمات مالی اسلامی در سوم نوامبر سال ۲۰۰۲ به صورت رسمی در کوالالامپور مالزی افتتاح گردید و در تاریخ ۱۰ مارس سال ۲۰۰۳ عملیاتش را

آغاز نمود. هیأت خدمات مالی اسلامی به عنوان نهاد تنظیم کننده استانداردهای بین‌المللی به دنبال سلامت و ثبات صنعت خدمات مالی اسلامی شامل بانک، بازار سرمایه و بیمه می‌باشد. در پیشبرد این مأموریت، هیأت خدمات مالی اسلامی توسعه یک صنعت خدمات مالی اسلامی شفاف و محتاط را از طریق معرفی استانداردهای جدید و یا تطبیق با استانداردهای موجود بین‌المللی و سازگار با شریعت در دستور کار خود دارد. برای دستیابی به این مهم، فعالیت این نهاد مکملی برای کمیته بازل^{۱۹} در بخش نظارت بانکی، سازمان بین‌المللی بورس‌های اوراق بهادار و انجمن بین‌المللی ناظران بیمه^{۲۰} خواهد بود. به موجب قانون هیأت خدمات مالی اسلامی مصوب سال ۲۰۰۱، دولت مالزی امتیازات و مصونیت‌هایی را که معمولاً به سازمان‌های بین‌المللی و مأموریت‌های دیپلماتیک داده میشود، به هیأت خدمات مالی اسلامی اعطا کرد. تاکنون، هیأت خدمات مالی اسلامی در راستای دستیابی به اهداف پیش گفته ۲۴ استاندارد، اصول راهنما و یادداشت فنی برای صنعت خدمات مالی اسلامی منتشر نموده است. استانداردهای آن توسط نهادهای ناظر حداقل در مالزی و بحرین که دو مورد از درخشان‌ترین کشورها برای بانکداری و مالی اسلامی هستند، پذیرفته شده است.

ساختار اجرایی هیأت خدمات مالی اسلامی را هیأت‌مدیره، اعضای کمیته، کمیته فنی، دبیرخانه و تیم‌های کاری و پروژه‌های تشکیل می‌دهند. اعضای کمیته هیأت خدمات مالی اسلامی بدنه سیاست‌گذاری و مدیران ارشد را در بر می‌گیرد. هم‌چنین کمیته فنی متشکل از حداقل ۱۵ نفر با سابقه سه سال فعالیت مرتبط می‌باشد که به تشخیص هیأت‌مدیره تعیین می‌گردند. تیم‌های کاری کمیته‌هایی هستند که مسئول تدوین استانداردها و راهنماها می‌باشند. تیم‌های پروژه‌محور نیز موظف به انجام پروژه‌های محول شده به آن‌ها هستند (عصمت پاشا و میرآخور، ۲۰۱۳).

19 Basel Committee

20 International Association of Insurance Supervisors

۲-۳- آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی جده^{۲۱}

آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی در جده حاصل فعالیت‌های جنبی سازمان کنفرانس اسلامی است. این آکادمی که در جده عربستان سعودی مستقر است، میزبان تعدادی از حقوق‌دانان و علمای شرعی برجسته است. با وجود این که فتواهای آن الزام‌آور نیست، با توجه به نفوذ آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی، تأیید آن در خصوص موضوعات فقهی سبب پذیرش آن از سوی بسیاری از اشخاص شده و به آن رجوع می‌کنند. این آکادمی با هدف فراهم کردن یک نظام تنظیمی و قانون‌گذاری واحد برای صنعت بانکداری و مالی اسلامی تشکیل شد. آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی که اغلب به دلیل محافظه‌کار بودن مورد انتقاد قرار می‌گیرد، دارای هیأت‌مدیره شرعی برجسته‌ای می‌باشد (همان).

۳-۳- سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^{۲۲}

این سازمان یک نهاد بحرینی است که تعیین‌کننده استاندارد برای موضوعات حسابداری و حسابرسی مرتبط با صنعت بانکداری و مالی اسلامی است. این سازمان اساساً استانداردهای سازگار با شریعت را اغلب بر مبنای استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی^{۲۳} طراحی می‌کند. فعالیت این سازمان در حوزه‌هایی است که تحت پوشش استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی قرار نمی‌گیرد و یا ممکن است استانداردهای آن در تعارض با الزامات شریعت باشد. علاوه بر تعیین استانداردها، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی به ارائه آموزش تخصصی برای مشارکت‌کنندگان صنعت نیز می‌پردازد. این سازمان، غیرانتفاعی است و بودجه آن از طریق اعضای نهادی تأمین می‌شود. به عنوان یک سازمان

21 The International Islamic Fiqh Academy Jeddah (IIFA)

22 Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

23 International Financial Reporting Standards (IFRS)

مستقل بین‌المللی، استانداردها و قواعد آن در طیف گسترده‌ای از سوی نهادهای ناظر کشورهای مسلمان و غیرمسلمان پذیرفته شده است (همان).

۳-۴- بازار مالی بین‌المللی اسلامی^{۲۴}

بازار مالی بین‌المللی اسلامی در بحرین به عنوان بدنه استانداردسازی جهانی برای بازار سرمایه اسلامی، بازار پول اسلامی و صنعت خدمات مالی اسلامی ایجاد شد. این نهاد با حمایت بانک مرکزی بحرین، بروئی، سودان و اندونزی تاسیس شده است. تمرکز اصلی آن بر استانداردسازی محصولات، فرآیندها و مستندات دارایی پایه اسلامی است. اخیراً بازار مالی بین‌المللی اسلامی به همراه انجمن بین‌المللی معامله‌گران تاخت‌ها^{۲۵} و انجمن بین‌المللی بازارهای سرمایه^{۲۶} در خصوص توافقات/مستندات اصلی سازگار با شریعت برای معالات بازار سرمایه و پول فعالیت می‌کند (همان).

۳-۵- مرکز بین‌المللی مالی اسلامی مالزی^{۲۷}

مرکز بین‌المللی مالی اسلامی مالزی در سال ۲۰۰۶ به ابتکار دولت مالزی برای ارتقای جایگاه مالزی به عنوان قطب بین‌المللی مالی اسلامی تاسیس شد. این هدف از طریق تاکید مرکز بین‌المللی مالی اسلامی مالزی بر ایجاد صکوک، مدیریت وجوه و ثروت اسلامی، بانکداری بین‌المللی اسلامی، تکافل بین‌المللی و توسعه سرمایه انسانی انجام می‌گیرد. این مرکز به جای انجام فعالیت‌های مستقیم،

24 The International Islamic Financial Market

25 International Swap Dealers Association (ISDA)

26 International Capital Markets Association (ICMA)

27 The Malaysia International Islamic Financial Center (MIFC)

به عنوان مرکز هماهنگی در ارائه خدمات به صورت یک بسته واحد و یک جا برای بازیگران بانکداری و مالی اسلامی - خصوصاً بازیگران خارجی - طراحی شده است. تحت نظارت مرکز بین المللی مالی اسلامی مالزی، بازیگران داخلی و خارجی مجاز به انجام طیف کاملی از فعالیت‌های مربوط به تکافل و بانکداری اسلامی با ارزشهای خارجی خواهند بود (همان).

۳-۶- آکادمی پژوهشی بین المللی شریعت برای مالی اسلامی^{۲۸}

یک آکادمی پژوهشی مالزیایی است که توسط بانک مرکزی مالزی و بانک نگارا تاسیس شد. هدف آکادمی پژوهشی بین المللی شریعت برای مالی اسلامی ایفای نقش در ذخیره دانش فتواها (دیدگاه‌های شرعی) و همچنین پژوهش‌های مبتکرانه و کاربردی مبتنی بر شریعت درباره موضوعات روز است که بانکداری و مالی اسلامی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علاوه بر این، آکادمی به عنوان جایگاهی برای همکاری بیشتر میان وکلا، علمای دین و دانشگاهیان عمل می‌کند (همان).

۳-۷- آژانس بین المللی رتبه‌بندی اسلامی^{۲۹}

بر اساس قوانین بحرین برای صکوک و سایر اوراق مالی اسلامی است. علاوه بر رتبه‌بندی اعتباری، آژانس بین المللی رتبه‌بندی اسلامی پایگاه داده فعالیت‌های واقعی بازار سرمایه را به لحاظ تطابق با شریعت ارزیابی می‌کند. هدف این آژانس تبدیل شدن به مرجعی برای رتبه‌بندی اعتباری سازگار با اصول شریعت می‌باشد. این آژانس فعالیت خود را از اواسط سال ۲۰۰۵ آغاز کرد. آژانس بین المللی

28 The International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)

29 The Islamic International Rating Agency (IIRA)

رتبه‌بندی اسلامی مجموعه گزارش‌های پژوهشی تحلیلی برای صنعت خدمات مالی اسلامی منتشر می‌کند (همان).

۳-۸- کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (ایران)

به استناد بند (۱۳) ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار و همچنین تشکیلات مصوب ۱۳۸۵/۹/۸ هیئت وزیران کشور ایران در خصوص تشکیل کمیته‌های تخصصی هیات مدیره، دستورالعمل تشکیل و فعالیت کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۶ تهیه گردید. در این راستا، کمیته تخصصی فقهی، کمیته‌ای است که زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار ایران فعالیت می‌کند. وظایف و اختیارات این کمیته به شرح زیر می‌باشد:

۱. ارزیابی ابزارهای مالی جدید پیشنهادی برای استفاده در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس از دیدگاه فقهی،
۲. بررسی شبهات فقهی در مورد ابزارهای مالی و ارائه راه‌حل‌های مناسب،
۳. ارزیابی ابزارهای مالی در مقام عمل به منظور اطمینان از حسن اجرای آن‌ها،
۴. طراحی ابزارهای مالی اسلامی برای بازار سرمایه کشور و پیشنهاد آن به هیئت‌مدیره سازمان،
۵. همکاری با کمیته‌ها و شوراهای مشابه در سایر سازمان‌های داخلی و خارجی،
۶. همکاری در توسعه و گسترش برنامه‌های آموزشی و انتشارات علمی در زمینه مالی اسلامی،

۷. همکاری در برگزاری نشست‌های علمی در زمینه مالی اسلامی،

۸. بررسی ابعاد فقهی مسائل بازار سرمایه،

۹. انجام سایر موارد ارجاعی سازمان در راستای مأموریت کمیته.

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار جایگاه مشخص مشورتی و نظارتی در ساختار سازمان بورس و اوراق بهادار دارد. البته به لحاظ مقرراتی این اجازه را دارد که بر عملکرد ذینفعان مرتبط نظارت کرده و در صورتی که عملیاتی را مغایر با اصول شرع تشخیص داد، خواستار توقف آن گردد. مأموریت این کمیته بررسی و ارائه نظر شرعی راجع به ابزارها، بازارها و نهادهای مالی در بازارهای مالی کشور و ارائه پیشنهادات اصلاحی لازم است. وظایف این کمیته عبارت است از ارزیابی ابزارهای مالی جدید پیشنهادی برای استفاده در بورس و بازارهای خارج از بورس از دیدگاه فقهی، بررسی شبهات فقهی در مورد ابزارهای مالی و ارائه راه‌حل‌های مناسب، ارزیابی ابزارهای مالی در مقام عمل به منظور اطمینان از حسن اجرای آن‌ها، طراحی ابزارهای مالی اسلامی برای بازار سرمایه کشور و پیشنهاد آن‌ها به هیأت‌مدیره سازمان، همکاری با کمیته‌ها و شوراهای مشابه در سایر سازمان‌های داخلی و خارجی، همکاری در توسعه و گسترش برنامه‌های آموزشی و انتشارات علمی در زمینه مالی اسلامی و همکاری در برگزاری نشست‌های علمی در زمینه مالی اسلامی.

۴- چارچوب قانونی و مقرراتی

نظام قانونی و مقرراتی رایج در یک کشور بیان‌گر ساختار، نوع و هم‌چنین ابزار بکارگیری چارچوب قانونی برای مالی اسلامی در آن کشور قلمداد می‌شود. دو رویکرد مجزا در این حوزه مشاهده شده است (نیک تانی و عثمان، ۲۰۰۸):

- (۱) تدوین چارچوبی جامع و جداگانه برای مالی اسلامی به موازات قوانین و مقررات موجود برای نظام مالی غیراسلامی.
- (۲) اصلاح نظام مالی غیراسلامی و برنامه‌ریزی گام‌به‌گام به منظور تغییر نظام مالی غیراسلامی به سمت مالی اسلامی.

بسیاری از کشورها از رویکرد دوم استفاده کرده‌اند، به طوری که نظام مالی متداول در دنیا (غیراسلامی) را برگزیده‌اند و به مرور زمان تعدیلات و اصلاحات لازم را برای بهره‌برداری از قوانین شریعت در اقدامات مالی در قوانین و مقررات خود لحاظ نموده‌اند.

براساس تحقیقی که در سال ۲۰۰۴ توسط بانک جهانی انجام شد، برخی عوامل معین به عنوان مانع در راستای توسعه چارچوب قانونی و مقرراتی مالی اسلامی مشخص شدند، این عوامل عبارتند از:

- (۱) واگرایی بین پارادایم مالی اسلامی، مفاهیم آن و اقداماتی که در بسیاری از نمونه‌های اجرایی انجام شده است.
- (۲) نهادهای مالی اسلامی باید خود را با محیط عملیاتی مالی غیراسلامی که با آن رقابت می‌کنند، تطبیق دهند، اما اغلب، دسترسی لازم برای استفاده از ابزارهای مناسب جهت مدیریت نقدینگی را در اختیار ندارند.
- (۳) هر کدام از هیأت‌های شریعتی فعال در نهادهای مالی اسلامی تحت فشارهای رقابتی موجود در بازار با قوانین متعارف (بعضاً غیراسلامی) داخلی ترکیب می‌شوند تا فعالیت آن مؤسسه را شکل دهند.
- (۴) در بسیاری از موارد، نهادهای مالی اسلامی همچنان نیاز دارند تا خود را با مقررات وضع شده در نظام مالی غیراسلامی مطابقت دهند و از استانداردهای حسابداری که ممکن است با ویژگی‌های فعالیت تجاری مخصوص به خود کاملاً همخوانی نداشته باشند، استفاده نمایند.

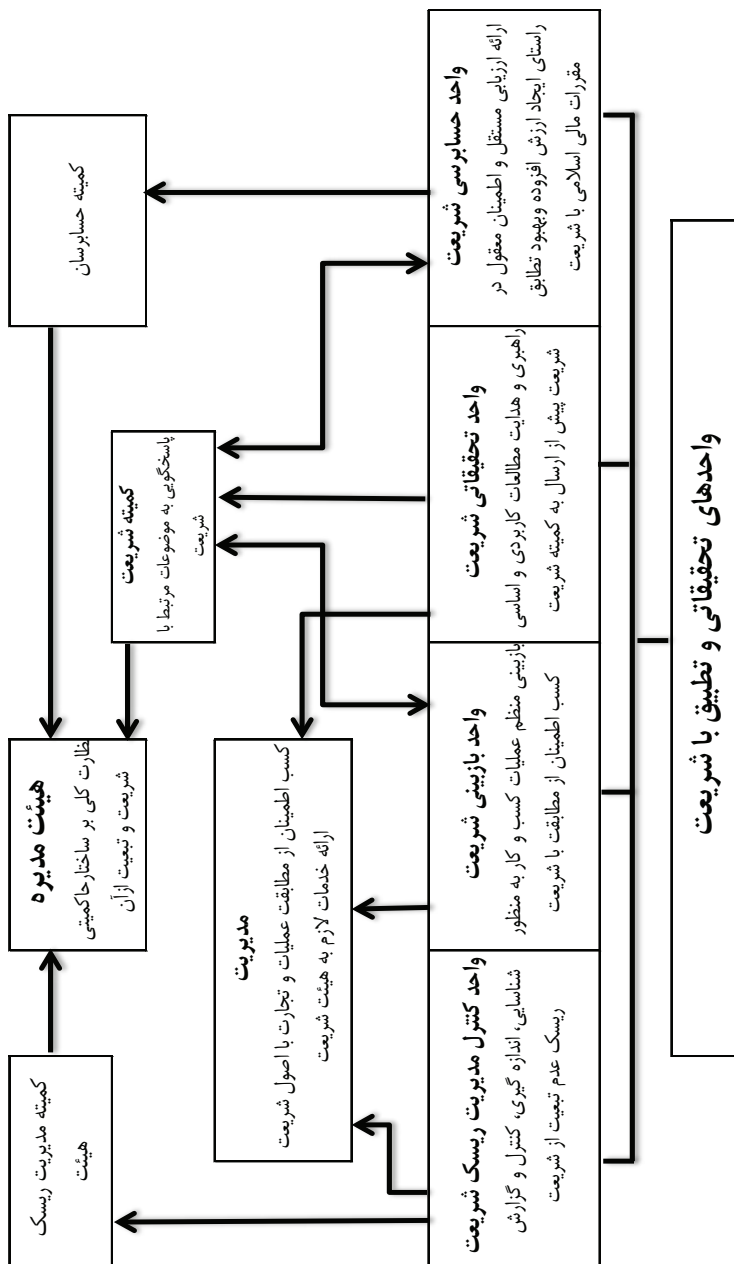
برخی اقدامات در کشورهای اسلامی و غیراسلامی در جهت حرکت به سمت نهادهای مالی اسلامی در ذیل آمده است:

۱. در آگوست سال ۲۰۱۳، طرحی توسط بانک مرکزی کشور هندوستان به منظور تاسیس یک شرکت تامین مالی غیربانکی در منطقه کِراالا^{۲۰} تایید گردید. مقرر گردید تا این نهاد به ارائه خدمات منطبق با شریعت پردازد.
۲. بانک توسعه کشور قزاقستان اقدام به انتشار صکوک برمبنای رینگیت (واحد پولی مالزی) به ارزش ۱/۵ میلیارد در سال ۲۰۱۲ نمود.
۳. کشور بنگلادش بازار پولی جداگانه‌ای به نام بازار وجوه بین بانکی اسلامی راه‌اندازی کرد.
۴. کشور چین برنامه‌ریزی کرده تا اولین بانک اسلامی خود را در سال ۲۰۱۵ تاسیس کند.
۵. هنگ کنگ اقدام به ارائه قانون معافیت مالیاتی برای معاملات اوراق بهادار اسلامی نموده است. برنامه‌های مشابهی نیز توسط ژاپن و سنگاپور در دست اقدام قرار گرفته است.
۶. بانک اسلامی تایلند برنامه‌ریزی کرده تا سرمایه خود را به میزان ۲۳۴/۹ میلیون دلار افزایش دهد و اولین صکوک تایلندی را به ارزش ۵ میلیارد منتشر کند.
۷. کشور اندونزی چهارمین صکوک دلاری خود را به ارزش ۱/۵ میلیارد دلار با موفقیت منتشر کرده است.
۸. هیأت خدمات مالی اسلامی توافقنامه ۵ ساله‌ای را با بانک توسعه آسیا امضا کرده است تا مالی اسلامی را ارتقا و بهبود بخشند. این توافقنامه با تمرکز بر کشورهای اندونزی، بنگلادش، پاکستان، مالدیو، افغانستان، قزاقستان و فیلیپین تایید شده است.

۴-۱- اقدامات لازم جهت ساخت چارچوب قانونی و مقرراتی کارا

به طور کلی هدف از ایجاد چارچوب قانونی و مقرراتی کارا، پیاده‌سازی چارچوبی عملیاتی برای نظام مالی اسلامی است. این چارچوب باید تمامی ابعاد اقدامات مالی اسلامی از ساخت ابزارها، انتشار و بازاریابی تا حل اختلافات را در بر گیرد. یک چارچوب قانون‌گذاری منسجم برای مالی اسلامی باید بر مبنای مفاهیم و قواعدی که تحت عنوان شریعت تعریف و مشخص شده‌اند- به عنوان عملیات صنعت مالی اسلامی منطبق با شریعت- ایجاد گردد. یک چارچوب کارا نیازمند دریافت سیگنال‌های صحیح و خوانا از ریسک‌هایی است که یک نهاد مالی ممکن است با آن‌ها روبه‌رو گردد. این امر به دلیل رفتار خود نهاد مالی یا وقایع خارجی همانند ریسک‌هایی که امکان دارد بر نظام مالی از طریق شکست در زیرساختها ایجاد شود. هم‌چنین، به توانایی پردازش سیگنال‌های خوانا و معرفی اقدامات اصلاحی مطلوب محتاج است (کاربرگ تحقیقاتی بانک جهانی، شماره ۳۲۲۷، سال ۲۰۰۴). به منظور ساخت چارچوبی کارا و اثربخش برای قانون‌گذاری و تدوین مقررات در نظام مالی اسلامی، به مؤلفه‌ها و پیش‌زمینه‌هایی از قبیل موارد زیر نیاز است:

۱. تدوین مقررات قانونی الزام‌آوری که از قبل به‌طور شفاف، باثبات و مستحکم انتشار یافته باشند.
۲. چارچوب قانونی مشخصی به منظور تعامل با نظام مالی اسلامی به طور خاص.
۳. برقراری محیطی مستعد به منظور تسهیل و تجهیز توسعه صنعت مالی اسلامی.
۴. تدوین نظامی کارا و شفاف جهت حفظ قوای قراردادهای مالی اسلامی.
۵. وجود پایه‌های قابل اعتماد و معتبر برای حل قانونی اختلافات نشئت گرفته از معاملات مالی اسلامی.
۶. نظام مالیاتی مناسب و حمایت‌کننده از خدمات مالی اسلامی.



نگاره شماره ۳- چارچوب حاکمیت شریعت در نهادهای مالی اسلامی (مدل پیشنهادی کشور مالزی)

الف) چارچوب حاکمیت شریعت در نهادهای مالی اسلامی (مدل پیشنهادی کشور مالزی)

نگاره شماره ۳ به ارائه مدل پیشنهادی کشور مالزی در خصوص چارچوب حاکمیت شریعت در نهادهای مالی اسلامی می‌پردازد (گزارش IFSB، ۲۰۱۵). همان‌طور که نشان می‌دهد، چهار واحد عملیاتی اقدام به تأمین خوراک و مطالعات اساسی برای ارائه به هیأت عالی شریعت مینمایند. این واحدها متشکل از واحدهای حسابرسی، تحقیقاتی، بازبینی و کنترل مدیریت ریسک هستند. دو کمیته حسابرسان و مدیریت ریسک نیز به بررسی دقیقتر و رفع موانع و مشکلات احتمالی می‌پردازند. مدیریت نیز با کسب اطمینان از مطابقت عملیات بازار و تجارت مربوطه با اصول شریعت و ارائه گزارش نهایی و خدمات لازم به هیأت شریعت در این چارچوب فعالیت می‌کند. در نهایت، هیأت عالی شریعت بر ساختار، اجزا و حاکمیت شریعت، نظارت کلی دارد و سیاست‌های کلی را ابلاغ می‌کند.

ب) سازوکار طراحی و تصویب ابزارهای مالی اسلامی در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران

در بازار سرمایه ایران به منظور تصویب ابزارهای مالی^{۳۱} پس از آن که کمیته کارشناسی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی پیشنهاد خود را ارائه می‌دهد، کمیته فقهی سازمان اقدام به بررسی ابعاد شرعی پیشنهاد مذکور نموده و پس از تایید، موضوع را جهت تصویب به هیأت‌مدیره سازمان و سپس شورای عالی بورس و اوراق بهادار ارسال می‌نماید. به موجب ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، یکی از وظایف سازمان پیشنهاد به شورای عالی بورس

۳۱ بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران: اوراق بهادار هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. شورای عالی بورس و اوراق بهادار، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در متن این قانون، معادل هم در نظر گرفته شده است.

و اوراق بهادار جهت بکارگیری ابزارهای مالی جدید در بازار اوراق بهادار است. درنهایت، دستورالعمل اجرایی ابزارهای مالی در هیأت‌مدیره سازمان تصویب گردیده و به منظور اجرا به نهادهای مربوطه ابلاغ می‌گردد. تاکنون کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار بیش از ۱۲۰ جلسه در خصوص بررسی ابعاد فقهی و شرعی انواع ابزارهای مالی برگزار نموده است که می‌توان به موضوعاتی از قبیل بررسی فقهی انواع ابزار مشتقه، بررسی فقهی انواع صکوک، صندوق‌های زمین و ساختمان و بررسی فقهی فروش استقراضی سهام اشاره نمود. این کمیته نقش مهمی در زمینه مطالعه فقهی و مبتنی بر شریعت در بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران ایفا می‌نماید.

۴-۲- به سمت تهیه نقشه راهی برای صنعت مالی اسلامی کارا و اثربخش

در ابتدا تدوین سند چارچوب قانون‌گذاری و مقرراتی که در آن قوای اجرایی در نظام مالی به ارائه اهداف و رویکرد کلی خود بپردازند به عنوان ضرورتی غیرقابل انکار خود را نمایان می‌سازد. این سند می‌تواند:

۱. مشخص کند که آیا هدف از توسعه بخش مالی اسلامی برای مثال ایجاد سطحی فعال برای نهادهای مالی اسلامی و غیراسلامی است یا به طور گسترده‌تر به منظور ارتقای فعالانه بخش مالی اسلامی است.
۲. طیفی از مدل‌های مجاز تجاری را برای مالی اسلامی پیاده کند؛ برای مثال آیا راهکارهای مالی اسلامی در آینده می‌توانند همچنان عملیاتی باشند یا باید در دوره زمانی خاصی از گردونه عملیاتی خارج شوند.

۳. مولفه‌های اساسی نظام حاکمیتی شریعت را معرفی کند. برای مثال آیا یک نهاد ملی شریعت باید به عنوان بدنه مشورتی یا به عنوان هیأتی با صلاحیت استانداردسازی قدرتمند به وجود آید یا خیر.
۴. توضیح دهد آیا نهادهای قضاوتی خاص مربوط به شریعت برای اختلافات مالی اسلامی، اشخاص آربیتراژگر یا سایر ساختارهای سازش اختلافات باید تاسیس شوند یا خیر.
۵. روشن کند آیا قانون جداگانه‌ای برای پیاده‌سازی جدی نظام مالی اسلامی لازم است یا اصلاح قوانین موجود برای معاملات مالی اسلامی کفایت می‌کند.
۶. مسائل مالیاتی را مطرح کند (برای مثال مالیات مربوط به فروش برای انواع تامین مالی مبتنی بر فروش هم‌چون مرابحه، مالیات بر سود در مضاربه و معاملات مشارکت).
۷. نیازهای حسابداری و حسابرسی را مشخص سازد (مانند بکارگیری استانداردهای AAOIFI یا تطابق با استانداردهای بین‌المللی حسابداری).

همچنین در راستای توسعه بازار سرمایه اسلامی باید بتوان کارایی خدمات مالی اسلامی را نیز افزایش داد. بنابراین:

- امر توسعه باید توانایی پشتیبانی بیش‌تر برای صنعت مالی اسلامی را نیز به همراه داشته باشد.
- به علاوه، ابزارهای جدید برای سیاست‌های پولی و مالی باید طراحی و ساخته شوند تا نیازهای موجود در این صنعت بهتر و بیش‌تر با شریعت منطبق شوند.
- موانع خاص و اساسی در راه توسعه بازارهای مالکیت و بدهی مالی اسلامی در کشورها باید شناسایی شوند. برای مثال چرا شرکت‌های

سهامی خاص تمایلی به انتشار اوراق بهادار مبتنی بر مالکیت ندارند و یا به چه دلیل بخش‌های گوناگون اقتصادی قادر به انتشار اوراق بدهی نیستند یا از قدرت لازم برای انتشار این اوراق برخوردار نیستند.

- تحقیق در حوزه راهبردهای تأمین مالی شرکت‌ها باید در اولویت قرار گیرد. همچنین بخش دولتی باید به ارائه و یا حداقل به مشارکت در تأمین وجوه و جمع‌آوری اطلاعات لازم برای بخش‌های گوناگون مالی اقدام نماید.

۵- عوامل محرک رشد مالی اسلامی در آینده

۵-۱- رشد اقتصادی پایدار کشورهای حاشیه خلیج فارس و ادامه داشتن کسب درآمد از فروش انرژی

طی سال‌های اخیر رشد اقتصادی کشورهای حاشیه خلیج فارس با ثبات قابل ملاحظه‌ای ادامه داشته است. همچنین افزایش قیمت نفت طی دهه اخیر عامل اصلی افزایش درآمد این کشورها بوده است. کشورهای حاشیه خلیج فارس بیش از نیمی از ذخایر نفتی دنیا را در خود جای داده‌اند. واضح است وجود منابع غنی انرژی خدادادی موجب کسب درآمدهای هنگفت مالی برای آن‌ها خواهد بود. اگرچه در دو سال اخیر روند قیمت نفت رو به افول بوده است، اما استحصال و عرضه منابع انرژی بیش از حد به بازار، همچنان صرفه اقتصادی را برای اغلب کشورهای حاشیه خلیج فارس در پی داشته است.

۵-۲- تقاضا از سوی مسلمانان و غیرمسلمانان

سرمایه‌گذاران خاورمیانه و آسیا به طور فزاینده‌ای به دنبال سرمایه‌گذاری در محصولاتی هستند که مطابق با عقاید دینی و یا به بیانی دیگر مطابق با شریعت آن‌ها باشد. ارزیابی‌ها نشان می‌دهند نیمی از مسلمانان دنیا تمایل به سرمایه‌گذاری در بخش مالی اسلامی دارند و این تمایل در صورتی که مالی اسلامی به‌عنوان گزینه جایگزین رقابتی با خدمات مرسوم مالی در دنیا مطرح شود، قوت بیشتری خواهد داشت و خود را بیش‌تر بروز می‌دهد.

۵-۳- وجود امکانات بالقوه در بخش مالی

به‌رغم رشد صنعت مالی و بانکداری اسلامی، هم‌چنان عمق بخش مالی در کشورهای مسلمان کم است و کشورهای همانند اندونزی، هندوستان و پاکستان که بیشترین جمعیت مسلمان را در خود جای داده‌اند، دارای صنعت مالی و بانکداری پیشرفته‌ای نیستند. به همین دلیل پتانسیل بسیاری برای توسعه و ارتقای این صنعت در کشورهای مسلمان وجود دارد. رشد اقتصادهای نوظهور و نیاز به سرمایه راکد در کشورهای اسلامی، طراحی ابزارهای نوین مالی و تسهیم ریسک و سود متناسب و افزایش معاملات بین کشورهای مسلمان بای کدیگر و با کشورهای غیرمسلمان، از عوامل دیگری هستند که انتظار می‌رود در سالهای آتی سبب توسعه و گسترش نظام مالی اسلامی گردد.

۶- نتیجه‌گیری

انتظار می‌رود با توجه به پیشرفت سریع بازارها و ابزارهای مالی اسلامی، نظام‌های نظارتی و قانون‌گذاری کارآمد و به‌روزتری تاسیس گردند. تاکنون نهادهای نظارتی گوناگونی در برخی کشورها به منظور تطابق قوانین و مقررات با موازین شریعت اسلام تاسیس شده‌اند اما آنچه که بیش‌تر اهمیت خود را نشان می‌دهد، لزوم پویایی و همکاری بیش‌تر این نهادها با یکدیگر و استفاده از متخصصان امر است. انجام پژوهش‌های کاربردی در راستای بازبینی ابزارهای موجود و مهم‌تر از آن طراحی ابزارهای نوین مبتنی بر شریعت از نیازهای مبرمی است که نظام مالی اسلامی هرروز بیش از پیش وجود آن را احساس مینماید. ابزارهایی جهت افزایش عمق مالی بازارهای اسلامی، جمع‌آوری سرمایه‌های خرد اقتصاد و هدایت آن به سمت بخش‌های نیازمند سرمایه، کمک به تامین مالی بخش‌های مولد اقتصادی از وظایف خطیری است که نهادهای تنظیم‌کننده و حمایتی بازار سرمایه اسلامی باید به طور جدی نسبت به آن اهتمام ورزند.

۷- پیشنهادات

۷-۱- نظام مالی اسلامی در حال ادامه مسیر رشد خود در کشورهای جهان است و پیشرفت خود را در دوره‌های تزلزل سایر نظام‌های مالی جهانی به اثبات رسانده است. عملکرد کلی آن قابل توجه بوده اما هنوز امکان توسعه بسیار زیادی در این حوزه وجود دارد. هنوز ابزارهای مالی اسلامی بسیاری باید در هیأت‌های شریعت اسلامی طراحی شوند. به‌رغم تلاش‌های صورت گرفته در طراحی ابزارهای اسلامی، همچنان نبود ابزارهای کافی و کاربردی در برخی حوزه‌ها یکی از دغدغه‌های مهم در نظام مالی اسلامی محسوب می‌شود. در برخی دوره‌ها، کاهش روند انتشار ابزارهای مالی اسلامی همچون صکوک مضاربه و مشارکت این ابهام را در اذهان متبادر ساخته که آیا روند صعودی مالی اسلامی ادامه‌دار خواهد بود یا خیر. به‌طور مثال، در سال ۲۰۱۴ طبق گزارش IFSB انتشار صکوک مضاربه و مشارکت به کمتر از ۱۰ درصد از انتشارهای اولیه کاهش یافت.

۷-۲- با وجود افزایش اهمیت مالی اسلامی در جهان، طراحی چارچوب قانون‌گذاری و تدوین مقررات یکی از نکته‌های مهم در این حوزه قلمداد می‌شود. طراحی زیرساخت‌های قانونی و مقرراتی از الزامات توسعه هرچه بیش‌تر بورس‌ها محسوب می‌شود. زیرساخت‌های معاملاتی، فناوری اطلاعات، هماهنگی بین دستگاه‌های اجرایی، گمرک، نظام بانکی، نظام ارزی و مبادلات بین بانکی (داخلی و خارجی) برخی از الزامات کلیدی است که توجه به آن‌ها و رفع موانع موجود در این سیستم‌ها از ضروریات به شمار می‌آید.

۷-۳- وجود محیط رقابتی قوی بین ابزارهای مالی اسلامی و نظام مالی غیراسلامی (متعارف در دنیا) یکی از فشارهای جدی است که به نظام مالی اسلامی تحمیل می‌شود. سهام نمودن افراد در ریسک و مخاطره سرمایه‌گذاران و بعضاً ارائه نرخ سود کمتر به مشتریان، سبب کاهش تمایل سرمایه‌گذاران برای

ورود و مشارکت به بازارهای مالی اسلامی گردیده است. در نتیجه توجه به نکات مهم اقتصادی در طراحی و بهره‌برداری از اوراق بهادار اسلامی همچون نرخ بهره، مسائل مالیاتی، نقدشوندگی و استفاده به عنوان تضامین باید مورد ملاحظه قرار گیرند.

۴-۷- تنوع در ابزارهای مالی اسلامی شاید از برخی جنبه‌ها مفید باشد اما ممکن است از دیدگاه سرمایه‌گذارانی که قصد ورود به این بازار را دارند، مشکل‌ساز باشد. از این جهت که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، دانش جامعی نسبت به انواع این ابزارها و تفاوت‌های موجود بین آنها ندارند، در نتیجه این امر موجب سردرگمی آنها خواهد شد. البته این موضوع مطرح می‌شود که سرمایه‌گذاران برای حفظ منافع خود حاضرند مشاور سرمایه‌گذاری بگیرند و یا حتی خودشان اقدام به کسب اطلاعات لازم نمایند. اما نکته مهم اینجاست که باید بستر و فرهنگ سرمایه‌گذاری در هر کشور را مورد بررسی و مذاقه جدی قرار داد و متناسب با سطح فرهنگ سرمایه‌گذاری، سطح درآمد افراد و تمایل آنها برای هزینه کردن به منظور دریافت مشاوره و عوامل گوناگون دیگر، اقدام به طراحی و انتشار ابزارهای گوناگون مالی نمود.

۵-۷- یکی از نهادهای کلیدی و اساسی برای جذب اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی و در نتیجه آن جذب سرمایه‌های خارجی، وجود نهادهای رتبه‌سنجی اعتباری است. شرکت‌های رتبه‌سنجی اعتباری توانایی بسیار زیادی برای جذب اعتماد سرمایه‌گذاران در اختیار دارند. به منظور جذب سرمایه‌های داخلی و خصوصاً خارجی، وجود این گونه شرکتها از الزامات غیرقابل انکار به شمار می‌آید.

۶-۷- اتخاذ سیستم گزارشدهی جامع به سرمایه‌گذاران داخلی و بین‌المللی، بازنگری استانداردهای حسابداری و حسابرسی داخلی و استفاده از زبان گزارشگری تجاری بین‌المللی میتواند زمینه تسهیل بهره‌برداری از اطلاعات و اعتماد بیش تر

را برای تمامی سرمایه‌گذاران (اعم از داخلی و خارجی) فراهم آورد.

۷-۷- به منظور توسعه و رشد بیش از پیش انتشار انواع ابزارهای مالی اسلامی در ایران همچون صکوک، باید برنامه‌های منسجمی اتخاذ نمود که از آن جمله می‌توان به مواردی چون لزوم آموزش و فرهنگسازی، توجه به شرایط و نیازهای سرمایه‌گذاران در طراحی اوراق، هماهنگی دستگاه‌های نظارتی در انتشار اوراق، افزایش جذابیت ساختار صکوک از لحاظ ریسک و بازدهی، کاهش زمان انتشار اوراق، داشتن چشمانداز بین‌المللی، بازبینی و تسهیل فرآیند نظارت شرعی اشاره نمود.

۸- منابع

۱. آرمندریز، بثاتریس؛ جاناتان، موردوک؛ مالیه اسلامی ابزارها و بازارها؛ ۱۳۹۲؛ معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، مترجم: فرهادی پور، محمدرضا؛ تهران.
۲. اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ فاضلیان، سید محسن؛ ۱۳۸۴؛ معرفی روش های تأمین مالی اسلامی مسکن؛ فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)؛ شماره ۲۵.
۳. توحیدی، محمد؛ ۱۳۹۴؛ مروری بر استانداردهای هیأت خدمات مالی اسلامی (IFSB)، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، کد گزارش: ۹۴-۱۶-۱۵-۲۰.
۴. ساندارجان، وی. و اریکو، لوکا؛ ۱۳۸۱؛ جایگاه ابزارهای سرمایه‌گذاری و مؤسسات اسلامی در نظام مالی اسلامی در نظام بین‌المللی در مدیریت ریسک و چالش‌های موجود؛ در مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی؛ تهران: موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
۵. شیرانی، علیرضا؛ ۱۳۸۶؛ شناسایی زیرساخت‌های توسعه بازارهای مالی و عوامل کلیدی موفقیت در صنعت بانکداری اسلامی؛ در مجموعه مقالات هجدهمین همایش بانکداری اسلامی؛ تهران: موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
۶. صالح‌آبادی، علی؛ نجفی، مهدی؛ ۱۳۸۴؛ اصول و مبانی بازارهای مالی اسلامی و درس‌هایی برای ایران (با ارایه تجربه کشورهای اسلامی)، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۷. صدراپی، محمد؛ میدانی، فرزاد؛ ۱۳۹۰؛ اصول بازار سرمایه اسلامی؛ قانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار.

۸. عزیزی، فیروزه، ۱۳۸۷؛ ابزارهای مالی کاربرد پذیر در بازارهای مالی اسلامی، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد - دانشکده علوم اداری و اقتصادی.
۹. فراهانی فرد، سعید؛ ۱۳۸۸؛ صکوک سلف، ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک؛ اقتصاد اسلامی سال دهم، شماره ۳۰.
۱۰. کریمی، صمد؛ ۱۳۸۵؛ ساختار، استراتژی ها و سیاست‌های توسعه بازار مالی ایران؛ مجله روند، سال شانزدهم، شماره ۴۸.
۱۱. مجتهد، احمد؛ حسن زاده، علی؛ ۳۸۴۱؛ پول و بانکداری و نهادهای مالی تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۱۲. معصومی نیا، غلام علی؛ ۱۳۸۸؛ بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده؛ اقتصاد اسلامی سال دهم، شماره ۳۵.
۱۳. موسویان، سید عباس؛ ۱۳۸۶، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۴. موسویان، سید عباس؛ ۱۳۸۶؛ صکوک مرابحه، ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی؛ جستارهای اقتصاد، ی سال ششم، شماره ۱۱.
۱۵. موسویان، سیدعباس؛ وثوق، بلال؛ فرهادیان آرانی، علی؛ ۱۳۹۲؛ شناخت و رتبهبندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، اندیشه مدیریت راهبردی، سال هفتم، شماره اول، بهار و تابستان.
۱۶. میرمطهری، سید احمد؛ ۱۳۸۱؛ داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت؛ در مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه بانکداری ایران.
۱۷. نظریور، محمدنقی؛ ۱۳۸۴؛ اوراق بهادار استصناع ابزاری برای سیاست پولی؛ اقتصاد اسلامی، سال پنجم، شماره ۲۰.

۱۸. الزامات توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)؛ ۱۳۹۴؛ مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، کد گزارش: ۹۴-۸-۲۰۱۵.
۱۹. دستورالعمل تشکیل و فعالیت کمیته تخصصی فقهی، سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.
۲۰. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۴.
21. El-Hawary, D, Grais, W and Iqbal, Z. (2004). Regulating Islamic Financial Institutions: The Nature of the Regulated. World Bank Policy Research Working Paper No. 3227. Washington DC: World Bank.
22. Hasan, Maher and Jemma Dridi (2010): The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study, International Monetary Fund Working Paper 10/201.
23. Islamic financial services stability report industry, Islamic financial services board, May, 2015.
24. Ismath Bachaa. O, Mirakhor. A, Islamic capital markets: a comparative approach, John Wiley & Sons, 2013.
25. KFH Research Ltd, Islamic Finance Outlook 2014, January 2014.
26. Laldin, Mohamad Akram and Furqani, Hafas. (2012). The Objective of the Sharī'ah in Islamic Finance: Identifying the Ends (Maqasid) and the Means (Wasa'il). ISRA Research Paper No. 32. Kuala Lumpur: ISRA.
27. McKinsey Global Institute, 'The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are Faring in the Financial Crisis', July 2009, p.22.

28. Moloney, Niamh (2010): How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
29. Oliver Wyman, 'The Next Chapter in Islamic Finance: Higher Rewards But Higher Risks, 6 April 2009.
30. Prospects and challenges in the development of Islamic finance, Islamic Financial Services Board, 2014.
31. RREEF, 'Understanding Shariah Investment', June 2008, p.24.
32. Standard & Poor's, Islamic Finance Outlook 2009, 12 May 2009, p.9.
33. Siddiqi, Moin A. "Growing appeal of Islamic investment funds." Middle East (July–August 1997).
34. Thani, Nik Norzrul and Othman, Aida. (2008). the Effectiveness of the Legal and Regulatory Framework for Islamic Financial Services. In Islamic Finance: Surveys on Global Legal Issues and Challenges. Kuala Lumpur: IFSB.

امکان سنجی و کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در مدیریت ریسک‌های نقدینگی و نقدشوندگی اوراق بهادار بازارهای پول و سرمایه ایران

فریدون رهنمای رودپشتی^۱
حسین اسلامی مفیدآبادی^۲

چکیده

هدف اصلی این پژوهش امکان سنجی و کاربرد ابزارهای مالی اسلامی جهت مدیریت ریسک نقدینگی و ریسک نقدشوندگی اوراق بهادار بازار پول و سرمایه ایران است. البته با توجه به این که قانون بازار اوراق بهادار در کشور در سال ۱۳۸۴، به تصویب رسیده است، بستر قانونی لازم جهت طراحی و انتشار اوراق بهادار جدید در بازارهای مالی ایران پدید آمده است. اکنون بانک‌ها و نهادهای

۱ استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، دانشکده اقتصاد و مدیریت، تهران، ایران.

۲ دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، دانشکده اقتصاد و مدیریت، تهران، ایران.

بازار سرمایه نیز میتوانند از راه طراحی و انتشار ابزارهای مالی جدید، به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه اقدام کنند. همچنین، طبق ماده ۸۳ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران ۱۳۹۴-۱۳۹۰، و براساس بند (الف) به بانک مرکزی اجازه داده می‌شود در چهارچوب قانون بودجه سنواتی جهت تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی توسعه‌ای دولتی نسبت به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی در بازارهای بین‌المللی اقدام نماید. همچنین، براساس بند (ب) آن قانون نیز به شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها اجازه داده می‌شود در راستای تأمین منابع ارزی طرح‌های سرمایه‌گذاری خود، پس از تأیید وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی، اقدام به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی نمایند. البته، تضمین اصل و سود این اوراق با شرکت‌ها و شهرداری‌های مذکور است. در این راستا، جهت توسعه و گسترش ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه ایران، این مقاله ابعاد گوناگون مربوط به شیوه‌های امکان‌سنجی و کاربرد ابزارهای مالی اسلامی را مورد بررسی قرار داده است. این بررسی براساس مطالعه تطبیقی بر روی پیشینه داخلی و خارجی انجام شده که در جهت مدیریت ریسک نقدینگی و ریسک نقدشوندگی می‌باشد. علاوه بر این، در انتهای این مقاله در خصوص کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در جهت مدیریت ریسک نقدینگی و ریسک نقدشوندگی اوراق بهادار بازار پول و سرمایه ایران یک مدل جامع ارائه شده است که مبتنی بر رویکرد ابزارهای رایج مالی اسلامی و مالی اسلامی می‌باشد.

واژگان کلیدی: ابزارهای مالی اسلامی، ریسک نقدینگی، ریسک نقدشوندگی، بازار اوراق بهادار ایران.

۱- مقدمه

نهادهای مالی از دیر باز نقش بسزایی در توسعه و رشد اقتصادی کشورها داشته اند (باقری، ۱۳۸۶، صص ۳-۲۶). بر این اساس، نهادهای مالی بخشی از نظام کلان مالی هستند و نظام‌های مالی نیز یکی از مهم‌ترین اجزای نظام اقتصادی است. نهادهای مالی به مجموعه‌ای از واسطه‌ها در بازار پول و سرمایه گفته می‌شود که انواع سپرده، انواع اوراق بهادار و ابزارهای بازار پول و سرمایه را به شکل مورد نظر خود دگرگون کرده و تسهیلات اعطایی را در اختیار بخش واقعی اقتصاد قرار می‌دهند. این نهادها با فراهم کردن خدمات لازم برای پرداخت، تجهیز منابع، پس انداز، تخصیص اعتبار و ایجاد زمینه لازم برای دست‌اندرکاران در بازارهای مالی، برای مقابله با خطرات تجاری و نوسانات قیمت فعالیت‌های اقتصادی را تسهیل می‌کنند و وضع اقتصاد عمومی را تغییر می‌دهند. این نهادها قادرند تخصیص منابع را بهبود بخشیده و زمینه افزایش کارایی فعالیت کارفرمایان اقتصادی و واحدهای تولیدی را به وجود آورند (مجتهد و حسن زاده، ۱۳۸۴، صص ۱۶۳-۱۶۲).

اما دو مفهوم بسیار مهم که در ادبیات مالی وجود دارد مربوط به مدیریت نقدینگی و مدیریت ریسک نقدشوندگی می‌باشد. به طوری که مدیریت نقدینگی عمدتاً در بازار پول و ابزارهای بازار پول کاربرد دارد، در حالی که مفهوم مدیریت ریسک نقدشوندگی، ارتباط آن با بازار سرمایه و ابزارهای بازار سرمایه برقرار می‌شود. البته، در کنار گسترش بازار پول اسلامی و انتشار اوراق بهادار مرتبط با این بازار، بازار سرمایه نیز شروع به گسترش کرد. در دهه ۱۹۹۰ میلادی همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معامله‌های مالی به وسیله بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه نیز قوت گرفت. ارسلان طریق (Arsalan Tariq, ۲۰۰۷) سابقه ایده‌های ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به حق و عباس (Haque & Abbas, ۱۹۹۹)، قحف (Kahf, ۱۹۹۷)، الگاری (۱۹۹۷)

(Elgari, و زرقا (Zarqa, 1997), نسبت میدهد-204: 2007) (Arsalan Tariq & Dar, 2007) (به نقل از سروش، ۱۳۸۷). نکته مهم در این ابزارها، مدیریت بر نقدینگی بوده است. شایان ذکر می‌باشد که در صنعت بانکداری مفهوم ریسک نقدینگی بیان‌گر توان بانک در تأمین منابع مالی کافی برای تحقق تعهدات آن است که این امر به نوبه خود بستگی به توان بانک در جذب سپرده دارد. در واقع، مدیریت نقدینگی از جمله مهم‌ترین اقدامات بانک است (عزیزی، ۱۳۸۷).

اما ریسک عدم نقدشوندگی که گاهی با عنوان ریسک نقدشوندگی از آن یاد می‌شود هم‌چنان جزو تحقیقات جدید در زمینه مدیریت مالی محسوب می‌شود. همچنین، افراد بسیاری به مطالعه این بخش از ریسک دارایی‌های مالی بخصوص در بازار سهام پرداخته‌اند و نتایج متفاوتی را ارائه داده‌اند (یحیی زاده فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷). البته از بین تحقیقات مرتبط در این رابطه می‌توان به تحقیقات انجام شده توسط آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶)^۳، فاما و فرنچ (۱۹۹۳)^۴، داتار نایکو رادکلیف (۱۹۹۸)^۵، چوردیا (۲۰۰۱)^۶، آمیهود (۲۰۰۲)^۷، پاستورواستا باغ (۲۰۰۳)، بیکرواستین (۲۰۰۳)^۸، چان و فاف (۲۰۰۳)^۹، عمری، زینانی و لوک (۲۰۰۴)^{۱۰}، داموداران (۲۰۰۵)^{۱۱}، آچاریا و پدرس (۲۰۰۵)^{۱۲}، پیکوئریا (۲۰۰۵)^{۱۳}، چن (۲۰۰۵)^{۱۳}.

-
- 3 Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986),
 - 4 Fama, E. and K. French (1993),
 - 5 Datar, V, naik, N. & radcliffe, R., (1998),
 - 6 Chordia, T., Subrahmanyam, A. & Anshuman, V. Ravi, (2001),
 - 7 Amihud, Y., (2002),
 - 8 Baker, M. Stein, J. (2003),
 - 9 Chang, Y, Y. & Faff, R. & Hwang, C-Y. (2010).
 - 10 Omri, A., Zayani, M. & Loukil, N., (2004).
 - 11 Damodaran, A., (2005),
 - 12 Acharya, V. & Pedersen, L. (2005),
 - 13 Chen, J. (2005),

لانگستاف (۲۰۰۵)،^{۱۴} مارشال و یانگ (۲۰۰۵)،^{۱۵} مارتینز نیتوو تاپیا (۲۰۰۵)،^{۱۶} ایکپو ونورلی (۲۰۰۵)،^{۱۷} بروتولوتی (۲۰۰۶)،^{۱۸} دوسکار (۲۰۰۶)،^{۱۹} مارسلو و میرالس و کویروس (۲۰۰۶)،^{۲۰} ژیدا (۲۰۰۶)،^{۲۱} لیو (۲۰۰۶)،^{۲۱} چانگ و همکارانش (۲۰۱۰)،^{۲۲} و در ایران هم به مطالعات یحیی زاده فر و خرم‌دین (۱۳۸۷) اشاره نمود. هم‌چنین، شایان ذکر می‌باشد که موضوع نقدشوندگی به عنوان یک عامل تعیین‌کننده بازده سهام در اواسط دهه سال ۱۹۸۰ مطرح گردید ((Chan & Faff, ۲۰۰۳). نقد شوندگی تاثیر جریان سفارش را بر قیمت منعکس می‌سازد. این تاثیر می‌تواند به صورت تخفیفی که یک فروشنده می‌دهد یا پاداشی که یک خریدار هنگام اجرای سفارش بازار دریافت می‌کند، مشاهده گردد (Glosten and Milgrom, ۱۹۸۵). البته در تحقیقات گذشته موضوع نقدشوندگی به‌طور کلی این پرسش که آیا نقدشوندگی می‌تواند بازده دارایی را تحت تاثیر قرار دهد یا خیر، به‌طور کامل و با اطمینان پاسخ داده نشده است (به نقل از یحیی زاده فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷). هم‌چنین، در این خصوص می‌توان بیان نمود که نتایج تحقیق نشان می‌دهد که عامل نقد شوندگی بر بازده دارایی موثر است و سرمایه‌گذاران همواره آن را مورد توجه قرار می‌دهند (Omri, Zayani & Loukil, ۲۰۰۴). اکبو و نورلی (۲۰۰۵)، معیارهای ریسک و بازده را با استفاده از استراتژی پرتفوی سرمایه‌گذاری بر روی بیش از ۶۰۰۰ سهامی که برای اولین بار در نزدک مورد معامله قرار می‌گرفتند به مدت ۵ سال مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها از معیارهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت استفاده نمودند (Espen & Oyvind, ۲۰۰۵). البته

-
- 14 Longstaff, F., (2005),
 15 Marshall, B. & Martin Young (2003),
 16 Mart´nez, M., Nieto, B., Rubio, G. & Tapia, M., (2005),
 17 Eckbo, B. Espen, Norli, Oyvind. (2005),
 18 Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G. & Ibolya, S., (2006),
 19 Deuskar, P., (2006),
 20 Marcelo, Miralles and Miralles, Quiros (2006),
 21 Liu, W., (2006),
 22 Chang, Y. Y. & Faff, R. & Hwang, C-Y. (2010).

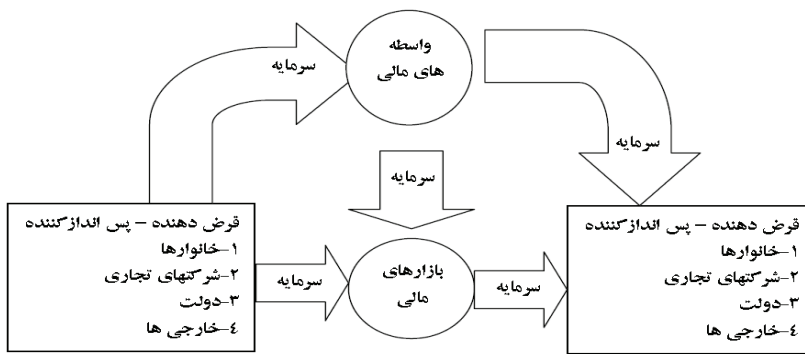
سئوالی که در این نگارش مطرح می‌شود این است که آیا روش جامع مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشونگی در بازار فعلی مالی ایران وجود دارد؟ و اگر پاسخ منفی است، مدیریت ریسک های نقدینگی و نقدشونگی در بازار مالی ایران بر اساس ابزارهای تامین مالی اسلامی چگونه باید باشد؟ بنابراین، با توجه به موارد فوق هدف اصلی این پژوهش، ارائه مدل تطبیقی ابزارهای نوین تأمین مالی اسلامی جهت مدیریت ریسک های نقدینگی و نقدشونگی در بازار های مالی ایران است.

۲- مبانی نظری پژوهش

در این بخش سعی می‌شود که ادبیات، مفاهیم و نظریه‌های رایج در خصوص کاربرد ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت نقدینگی و مدیریت ریسک‌های نقدشوندگی اوراق بهادار، بیان شود.

۲-۱- عملکرد بازارهای مالی

کارکرد مهم اقتصادی بازارهای، انتقال وجوه نقد از خانوارها، شرکت‌های تجاری و دولت‌های دارای مازاد وجوه خود به دلیل مخارج کم‌تر و پس‌انداز آن، به کسانی است که به دلیل مخارج بیشتر از درآمد خود، کمبود نقدینگی دارند. این کارکرد به طور کلی در نمودار (۱)، نشان داده شده است (کردبچه، ۱۳۹۱، ص ۲۸).



نمودار ۱- جریان سرمایه در نظام مالی
منبع: (کردبچه، ۱۳۹۱، ص ۳۰)

۲-۲- مدیریت نقدینگی بازارهای مالی

در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه گذاری وجود دارند. سرمایه گذاران با عنایت به بازده و ریسک دارایی‌ها، سرمایه گذاری می‌کنند. نرخ تنزیل یا نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشانگر بازده از دست رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است. مدیریت نقدینگی

هم، در چارچوب مدیریت ریسک صنعت خدمات مالی است که در تمام نهادهای مالی اعم از اسلامی و سنتی مشاهده می‌شود. مطالعه موضوع مدیریت نقدینگی نه تنها یک موضوع اساسی بلکه موضوعی بسیار پیچیده نیز هست (عزیزی، ۱۳۸۷).

ضمن این که یکی از معیارهای جامع مدیریت سرمایه در گردش، چرخه تبدیل به نقد^{۳۳} است که همه جریانهای مالی وابسته به موجودی کالا، دریافتنی‌ها و پرداختنی‌ها را در نظر می‌گیرد. پیوند سنتی میان چرخه تبدیل به نقد با سودآوری و ارزش شرکت این است که کاهش چرخه تبدیل به نقد، با کاهش مدت زمانی که وجوه نقد در سرمایه در گردش حبس می‌شود، ارزش بازار و سودآوری شرکت را افزایش می‌دهد. این امر می‌تواند با کوتاه شدن دوره تبدیل موجودی‌ها به وسیله فروش کالاها به مشتریان و کوتاه شدن دوره وصول مطالبات، با تسریع در وصول و با طولانی شدن دوره تعویق پرداختنی‌ها به وسیله تأخیر در پرداخت به تامین‌کنندگان تحقق یابد. از طرف دیگر، کوتاه بودن چرخه تبدیل به نقد می‌تواند به سودآوری شرکت لطمه وارد کند. کاهش دوره تبدیل موجودی‌ها می‌تواند هزینه‌های کمبود را افزایش دهد، کوتاه شدن دوره وصول دریافتنی‌ها باعث می‌شود شرکت مشتریان معتبرش را از دست دهد و طولانی شدن دوره تعویق پرداختنی‌ها می‌تواند به شهرت اعتباری شرکت صدمه وارد کند. بنابراین دستیابی به سطوح مطلوب موجودی‌ها، دریافتنی‌ها و پرداختنی‌ها، هزینه‌های نگهداری و فرصت آن‌ها را حداقل می‌کند و منجر به یک چرخه تبدیل به نقد بهینه می‌شود. (Nobanee, ۲۰۱۱)

بنابراین، عدم مدیریت صحیح نقدینگی می‌تواند تبعات و پیامدهایی مانند سقوط نظام بانکی و حتی نظام مالی داشته باشد (عزیزی، ۱۳۸۷). در این راستا، در جدول شماره (۱)، مطالعه‌های انجام شده بر روی مفهوم مدیریت بر نقدینگی در بازار پول، به اختصار بیان می‌شود تا اهداف، مفروضات و نتایج مشخص مفهوم مدیریت بر نقدینگی در بازار پول مشخص شود. تجربیات پیشین هم می‌تواند در طراحی مدل جهت مدیریت ریسک نقدینگی مبتنی بر رویکرد ابزارهای تأمین مالی اسلامی، در بازار پول ایران مفید باشد.

جدول (۱) - مطالعه تطبیقی انجام شده بر روی مدیریت نقدینگی در بازار پول

نتایج تحقیق	عنوان تحقیق	نام و نام خانوادگی محقق و سال انجام تحقیق	ردیف
<p>بانک مرکزی مالزی، در سوم ژانویه سال ۱۹۹۴، بازار پولی بین بانکی اسلامی را معرفی نمود. اهداف این بازار، خرید و فروش ابزارهای مالی اسلامی میان مشارکت کنندگان در بازار، فعالیت های سرمایه گذاری بین بانکی از طریق طرح سرمایه گذاری مضاربه^۱ بین بانکی و نظام تسویه و پایاپای چک^۲ از طریق سیستم پایاپای چک بین بانکی اسلامی^۳ تعیین شد. ابزارهای مالی اسلامی که در حال حاضر در بازار پولی بین بانکی اسلامی مالزی بر اساس "بیع الدین" داد و ستد می شود، در واقع گواهی های پذیرش بانکی سبزه^۴، اسناد پذیرفته شده اسلامی^۵، اوراق رهنی اسلامی^۶ و اوراق بدهی خصوصی اسلامی هستند^۷. علاوه بر آن، نهادهای مالی می توانند به هنگام نیاز به نقدینگی اوراق سرمایه گذاری دولتی را به بانک مرکزی بفروشند. اوراق سرمایه گذاری دولتی در واقع اوراق بهاداری هستند که بر اساس اصول اسلامی منتشر شده اند و نهادهای مالی می توانند آنها را از بانک مرکزی خریداری کنند. در روش مضاربه، بانکی که در نظام بدون ربا فعالیت می کند می تواند مازاد نقدینگی خود را در بانک دیگر سرمایه گذاری کند. این وجوه می تواند بر اساس مضاربه در یک دوره که از یک روز تا ۱۲ ماه در نوسان است و با یک نسبت توافقی مشارکت در سود، سرمایه گذاری شود (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>بازار پولی بین بانکی اسلامی مالزی</p>	<p>بانک مرکزی مالزی (۱۹۹۴)</p>	<p>۱</p>

<p>هدف کلی صندوق آن است که برای سهامداران خود نقدینگی، سودآوری واقعی مستمر و نیز حداکثر امنیت را فراهم نماید. سرمایه‌گذاری‌های اصلی صندوق از طریق مشارکت در داد و ستد، اجاره، استصناع، مضاربه و مباحه صورت می‌گیرد. ارزش سهام صندوق روزانه ارزیابی می‌شود که به آن ارزش خالص دارایی (NAV) صندوق گفته می‌شود و مشتریان ارزش خالص دارایی (NAV) را بر اساس قیمت روز قبل خریداری می‌کنند (عزیزی، ۱۳۸۷). بنابراین، اگر ارزش سهام مشتری صندوق افزایش یابد، مشتری از افزایش ارزش منتفع شده و این ارزش افزوده به وی انتقال می‌یابد. اما اگر ارزش سهام مشتری کاهش یابد، صندوق به‌عنوان شخص ثالث، قطعاً و بدون هیچ‌گونه پیش شرطی، ارزش اولیه سهام مشتری را تضمین می‌کند. بنابراین مشتری از کاهش ارزش سهام صندوق، متضرر نمی‌شود (عزیزی، ۱۳۸۷). صندوق با ABC همکاری می‌کند. این همکاری صندوق را در مدیریت نقدینگی خود یاری می‌کند و راه را برای ورود صندوق به معاملات جذاب و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تسهیل می‌کند. به این صورت که حسب نیاز ((ABC از صندوق، سهام خریداری کرده و یا می‌فروشد. صندوق نیز وارد معاملاتی می‌شود که ضمن آن‌که از امنیت بالایی برخوردار است، بازده قابل توجهی نیز برای سهامداران به ارمغان می‌آورد. در این راستا، صندوق از نرخ‌های بازار پول سنتی، به عنوان معیار تعیین نرخ سودآوری استفاده می‌کند (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>مدیریت نقدینگی از طریق صندوق اسلامی^۸ ABC</p>	<p>بحرین (۱۹۹۸)</p>	<p>۲</p>
--	--	---------------------	----------

<p>اوراق بدهی خصوصی اسلامی مالزی از جمله ابزارهای مالی شناخته شده در سطح بین المللی است که در مقیاس وسیعی بین ۱۰ تا ۱۵ میلیارد رینگیت منتشر شده است. در سال ۲۰۰۲ حجم این اوراق تقریباً ۵۰٪ کل اوراق قرضه منتشره در بازار داخلی را تشکیل می داد که حدوداً ۱۳/۸ میلیارد رینگیت برآورد می شد (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>اوراق بدهی خصوصی اسلامی مالزی</p>	<p>بانک مرکزی مالزی (۱۹۹۴)</p>	<p>۳</p>
<p>بانک مرکزی سودان در سال ۱۹۹۸، "گواهی مشارکت بانک مرکزی" را منتشر کرد. گواهی مشارکت ابزاری مبتنی بر سهام است که به ازای سهم دولت در بانک‌های تجاری سودان منتشر شده است. بانک سودان از گواهی مشارکت به عنوان ابزار مالی غیرمستقیم تنظیم نقدینگی در نظام بانکی استفاده می کند (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>گواهی مشارکت سودان (گواهی مشارکت بانک مرکزی)</p>	<p>بانک مرکزی سودان (۱۹۹۸)</p>	<p>۴</p>
<p>در سال ۱۹۹۹ وزارت دارایی سودان، ابزار دیگری طراحی و معرفی کرد که آن را "گواهی مشارکت دولتی" نامید و آن نیز ابزار مالی مبتنی بر مشارکت است که به ازای سهم دولت (وزارت دارایی) در مالکیت نهادها و بنگاه‌های دولتی منتشر شده است. از این گواهی‌ها برای تنظیم و مدیریت نقدینگی کل اقتصاد استفاده می شود (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>گواهی مشارکت سودان (گواهی مشارکت دولتی)</p>	<p>بانک مرکزی سودان (۱۹۹۹)</p>	<p>۵</p>

<p>به منظور پاسخ‌گویی به مشکلات نهادهای مالی کشورهای اسلامی، موافقتنامه ای مبنی بر تأسیس بازار بین‌المللی مالی اسلامی در نوامبر ۲۰۰۱ توسط بانک‌های مرکزی مالزی، بحرین، اندونزی، سودان و رئیس بانک توسعه اسلامی به امضاء رسید. اهداف اصلی این موافقت‌نامه به قرار زیر است:</p> <ol style="list-style-type: none"> ۱. تلاش در ایجاد و توسعه بازار مالی بین‌المللی منطبق بر اصول و قوانین فقهی ۲. ارائه تمهیداتی برای مدیریت نقدینگی بانک‌های اسلامی ۳. گسترش بازار ثانوی فعال ۴. ایجاد محیطی که نهادهای مالی اسلامی و غیر اسلامی را به مشارکت فعال در بازار دست دوم تشویق نماید. <p>از این رو، بازار بین‌المللی مالی اسلامی به عنوان نقطه عطفی برای هماهنگی تفاسیر فقهی در بازار مالی جهانی عمل کرده و فاصله میان تفاسیر و تعابیر مختلف فقهی را پر می‌کند. این امر با معرفی و تأیید ابزارهای مالی اسلامی ارائه شده توسط نهادهای مالی به‌وسیله محققین اسلامی انجام خواهد شد. این موضوع سبب می‌شود که ابزارهای مالی که به عنوان مثال در مالزی رایج شده، در خاورمیانه و یا برعکس مورد قبول قرار گیرد. بازار بین‌المللی مالی اسلامی همچنین به هماهنگی میان نهادهای مالی اسلامی در سطح جهانی کمک می‌کند. این امر، به مشکل عدم آگاهی از امکانات و فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب در سایر بازارها اشاره دارد (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>بازار بین‌المللی مالی اسلامی</p>	<p>بانک‌های مرکزی کشورهای مالزی، اندونزی، بروئی، بحرین، سودان و بانک توسعه اسلامی (۲۰۰۱)</p>	<p>۶</p>
--	-------------------------------------	--	----------

<p>کشور بحرین از جمله کشورهای اسلامی است که اخیراً از ابزارهای مالی منطبق بر نظام اسلامی استفاده می‌کند. آژانس پولی بحرین اخیراً ابزارهای مالی جدیدی را به منظور تعمیق بازار مالی و افزایش نقدینگی آن طراحی و مورد استفاده قرار داده است. یکی از آن ابزارهای مالی، اسناد دولتی کوتاه مدت است که آن را "سلف" نامگذاری کرده اند و سررسید ۹۱ روزه دارد. این ابزار مبتنی بر دارایی است. آلومینیوم، دارایی پایه قرارداد سلف است. دولت بحرین آلومینیوم را به خریدار می‌فروشد و به جای پرداخت فوری، دولت بحرین تعهد می‌کند تا در تاریخ معینی در آینده، توسط بانک اسلامی، مقدار خاصی آلومینیوم عرضه نماید. همزمان، بانک اسلامی به عنوان عامل از دولت بحرین می‌خواهد که به هنگام عرضه آلومینیوم، توزیع آن را از طریق کانال‌های توزیع بانک انجام دهد (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>صکوک دولت بحرین (اسناد دولتی کوتاه مدت - سلف)</p>	<p>آژانس پولی بحرین (۲۰۰۲)</p>	<p>۷</p>
<p>از جمله ابزارهای مالی دیگر در بازار مالی بحرین، معرفی صکوک اجاره است. از زمان معرفی آن یعنی اوت ۲۰۰۲، تاکنون ۹ بار صکوک اجاره به ارزش ۱ میلیارد دلار منتشر شده است. کل مقدار صکوک اجاره که در این ۹ دوره منتشر شده است، خریداری شده اند که این امر بیان‌گر نقدینگی بسیار زیاد در بازار و نیز تقاضای بالا برای ابزارهای مالی اسلامی است. گرچه برخی از این ابزارهای مالی منحصرراً برای بازار داخلی منتشر شدند، اما صکوک اجاره‌ای که برای بازار منطقه‌ای خاورمیانه و بازارهای بین‌المللی منتشر شده اند، نیز همگی به فروش رفته اند (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>صکوک دولت بحرین (اسناد دولتی کوتاه مدت - صکوک اجاره بحرین)</p>	<p>آژانس پول بحرین (۲۰۰۲)</p>	<p>۸</p>

<p>یکی دیگر از ابزارهای مالی با نوآوری مالی، صکوک بین المللی مالزی بود که نخستین بار به ارزش ۶۰۰ میلیون دلار در ماه ژوئن سال ۲۰۰۲ منتشر شد. این ابزار مالی، در واقع به منزله اولین انتشار این ابزار مالی در سطح بین المللی نیز بود. زیرا هدف گذاری آن نه تنها سرمایه گذاران مسلمان شرق آسیا، بلکه سرمایه گذاران سنتی در اروپا، آسیا و امریکا نیز بود. این اوراق، در بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ نیز پذیرفته شد. نکته جالب توجه آن است که پنج نهاد مالی اصلی در خاور دور علاوه بر سه نهاد مالی در آسیا، در این ارتباط فعال بودند. صکوک جهانی مالزی نخستین بار با لحاظ موازین شرعی توسط کمیته نظارتی بازار بین المللی مالی اسلامی منتشر شد. در مجموع، ۵۱ سرمایه گذار در سرمایه گذاری شرکت نمودند که از آن میان ۲۷ سرمایه گذار، جدیداً به بازار اعتباری مالزی وارد شده بودند. از نظر جغرافیایی، ۵۱ درصد از اوراق در خاورمیانه فروش رفت و ۳۰ درصد آن به سرمایه گذاران آسیایی در آسیا فروخته شد. این حقیقت که تعداد زیادی از سرمایه گذاران خاورمیانه، در این بازار مشارکت کرده و برای رشد بازار سرمایه و افزایش همکاری های کشورهای اسلامی از طریق ابزارهای مالی قابل پذیرش جهانی تلاش کردند، نویددهنده تحقق یکی از مهمترین اهداف بازار بین المللی مالی اسلامی است. از دیگر اوراق بهادار در قالب اوراق بهادار اسلامی، صکوک مالزی به ارزش ۱۵۰ میلیون دلار بود که در بورس بین المللی لابوان^۹ پذیرفته شد. این صکوک اجاره، رتبه BBB+ را از شرکت رتبه بندی مالزی دریافت کرده بود (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>صکوک بین المللی مالزی</p>	<p>کمیته نظارتی بازار بین المللی مالی اسلامی (۲۰۰۲)</p>	<p>۹</p>
--	----------------------------------	---	----------

<p>هر چند کشور ایران از سال ۱۳۷۳ و با انتشار صکوک مشارکت (اوراق مشارکت) طرح نواب، به صورت رسمی در تامین مالی از طریق صکوک وارد گردید و این شیوه تامین مالی همچنان ادامه دارد، اما تامین مالی از طریق صکوک اجاره، به عنوان دومین نوع صکوک در این کشور، تنها در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است. در این رابطه، اولین اوراق اجاره در ایران جهت تامین مالی شرکت هواپیمایی ماهان در سال ۱۳۸۹ با حجم ۲۹،۱۵ میلیارد تومان منتشر گردید. پس از آن نیز بارها اوراق اجاره در کشور منتشر شده است که همگی توسط شرکت‌ها منتشر شده‌اند. بیشترین حجم انتشار مربوط به شرکت مینا با میزان ۲۰۰ میلیارد تومان بوده است و کمترین آن اوراق اجاره لیزینگ جامع سینا، به میزان ۱۰ میلیارد تومان می‌باشد. نرخ بازده اولیه اوراق اجاره ۱۷،۵ درصد، یعنی نیم درصد بیشتر از نرخ اوراق مشارکت ۴ ساله در نظر گرفته شده که پس از ابلاغ بسته سیاستی نظارتی بانک مرکزی در سال ۱۳۹۰، نرخ تمامی اوراق اجاره سالانه ۲۰٪ درصد تعیین گردید. لازم به ذکر است که تمامی اوراق اجاره منتشر شده تاکنون، دارای دوره سررسید ۴ ساله می‌باشند و به صورت بانام و قابل معامله در فرابورس منتشر شده‌اند. تمامی اوراق نیز از متعهد پذیره نویس استفاده نموده‌اند. با توجه به اهمیت به‌کارگیری انتشار اوراق اجاره توسط بانک‌ها و نهادهای مالی، تاکنون بانک سامان به عنوان اولین بانک اقدام به تامین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره نموده است و سایر بانک‌ها و نهادهای اعتباری نیز قصد دارند در آینده در این حوزه وارد شوند (موسوی، ۱۳۹۱). تاکنون بانک‌های اقتصادنویین، مسکن، ملت، صادرات، تجارت، صنعت و معدن، کشاورزی و سپه از طریق شرکت‌های تامین سرمایه برنامه ریزی لازم جهت انتشار اوراق اجاره به پشتوانه املاک و دارایی‌های سرمایه‌ای خود را انجام داده و برخی نیز قرارداد مشاور عرضه با نهادهای تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بسته‌اند (نمابورس، ۱۳۹۰).</p>	<p>تجربه جمهوری اسلامی ایران در زمینه اوراق اجاره</p>	<p>جمهوری اسلامی ایران (۱۳۷۳)</p>	<p>۱۰</p>
--	---	-----------------------------------	-----------

<p>بانک توسعه اسلامی در اوت سال ۲۰۰۳، حدود ۴۰۰ میلیون دلار صکوک توسط STSL^{۱۰} منتشر کرد. شرکت اسلامی توسعه بخش خصوصی، با خرید دارایی از بانک توسعه اسلامی و فروش آن به قیمت ارزش دارایی خالص (NAV) به STSL، نقش واسطه را ایفا نمود. بانک توسعه اسلامی، ارزش این اوراق را تضمین کرده است. این اوراق بهادار از نظر ناشر، ضامن و ساختار ابداعی آن، ترکیبی از تبدیل به اوراق بهادار کردن^{۱۱} قراردادهای اجاره، مرابحه و استصناع است که از آن میان، حداقل ۵۱٪ آن اجاره دارایی هاست. دارندگان این گواهی ها، سود تقسیم شده را به صورت ادواری دریافت می کنند. شرکت Citigroup Global Machetes به عنوان بازارگردان فعالیت می کند. این اوراق داری رتبه AAA از سوی نهاد S&P و رتبه AA از سوی نهاد فیچ است (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>گواهی تراست بانک توسعه اسلامی</p>	<p>بانک توسعه اسلامی (۲۰۰۳)</p>	<p>۱۱</p>
--	--	-------------------------------------	-----------

<p>دولت قطر در اکتبر سال ۲۰۰۳ اقدام به انتشار ۷۰۰ میلیون دلار از این اوراق نمود که سررسید آن برای سال ۲۰۱۰ بود. صکوک بین المللی قطر به عنوان یک ابزار مالی خاص در قطر به وجود آمد. این نخستین تجربه قطر در انتشار اوراق بهادار اسلامی بین المللی است که دولت آن را عرضه کرد. S&P این اوراق را با درجه A+ رتبه‌بندی نموده و HSBC، بازارگردانی آن را به عهده دارد. در سال ۲۰۰۲ میزان انتشار صکوک به حدود ۱ میلیارد دلار می‌رسید اما در پایان سال ۲۰۰۶ میزان انتشار آن بالغ بر ۱۲ میلیارد دلار شده است. هر چند میزان انتشار آن در مقایسه با بازار جهانی اوراق قرضه چندان زیاد نیست، اما نرخ رشد آن بسیار زیاد است. ناشران نخستین این اوراق، عمدتاً دولت‌ها بودند. اما در حال حاضر بیشترین ناشران شرکت‌ها و بخش خصوصی هستند که مایلند در بازار مالی اسلامی فعالیت کرده و به نظر می‌رسد که این بازار برای تامین مالی فعالیت‌های اقتصادی چشم‌انداز خوبی را ترسیم می‌کند. بالاترین میزان پذیره نویسی این اوراق، مربوط به شرکت هواپیمایی داخلی امارات متحده عربی است که برای تامین مالی توسعه فرودگاه بین المللی خود اقدام به انتشار صکوک به میزان ۷۵۰ میلیون دلار نمود (عزیزی، ۱۳۸۷).</p>	<p>صکوک بین‌المللی قطر</p>	<p>دولت قطر (۲۰۰۳)</p>	<p>۱۲</p>
--	--------------------------------	----------------------------	-----------

1 Mudareba interbank investment scheme	6	Islamic mortgage bond
2 Cheque clearing and settlement system	7	Islamic private debt securities
3- Islamic interbank cheque clearing system	8	Arab Banking Corporation: ABC Islamic Fund (در سال ۱۹۹۸ در بحرین تاسیس و به ثبت رسیده است).
4 Green bankers acceptance	9	Lobuan international financial exchange
5 Islamic acceptance bills		

۲-۳- مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازار سرمایه

یکی از عوامل موثر بر ریسک دارایی‌ها قابلیت نقدشوندگی آن‌ها است که نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها حائز اهمیت است. زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی‌های خود را به فروش رسانند، آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ این موضوع تبلور ریسک عدم نقدشوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت مگر این‌که بازده بیشتری عاید دارنده آن گردد (یحیی‌زاده فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷). شواهد تجربی نشان می‌دهد که عامل عدم نقدشوندگی می‌تواند نقش مهمی را در تصمیم‌گیری‌ها ایفا نماید. به عبارت دیگر، برخی سرمایه‌گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند که در چنین مواردی قدرت نقدشوندگی می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد (شیخ و صفرپور، ۱۳۸۶). در تعریف دیگر، مفهوم نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد می‌باشد. اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار با استقبال معامله‌روبرو می‌شوند می‌توانند حاکی از سرعت نقدشوندگی آن‌ها باشد (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶).

در حقیقت فقدان نقدشوندگی ممکن است تاثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد (Omri, Zayani & Loukil, ۲۰۰۴). نسبت عدم نقدشوندگی نشان‌دهنده میزان حساسیت قیمت سهم در مقابل تغییرات هر واحد در حجم معامله آن روز است. عدم نقدشوندگی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام در واکنش به حجم معاملات کم، تغییرات زیادی داشته باشد (Miralles and Miralles, ۲۰۰۶). بنابراین، یکی از مهم‌ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه‌گذاران بازارهای سرمایه، نقدشوندگی سهام است. نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار

است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کم‌ترین هزینه ممکن آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۹). سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک جدانشدنی سرمایه‌گذاری، انتظار بازده دارند. بنابراین، برای سرمایه‌گذاران آگاهی از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. عدم نقدشوندگی یک دارایی مالی نیز در واقع نوعی ریسک برای آن محسوب می‌شود که انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران به ازای تقبل ریسک بازده کسب کنند (قائم‌ی و رحیم پور، ۱۳۸۹). بنابراین، تمایل به بررسی این مسئله از این واقعیت نشأت گرفته که نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران می‌باشد. به عنوان یک تعریف، می‌توان گفت که نقدشوندگی، توانایی سرمایه‌گذاران در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد در قیمتی مشابه با آخرین معامله می‌باشد (بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۴). به اعتقاد گروپو و انجین (۲۰۱۰)، نقدشوندگی سهام عبارت است از توانایی معامله سریع البته در صورتی که اثرات قیمتی کمی داشته باشد. از نظر او اهمیت نقدشوندگی سهام در ارتباط مثبت و معنی‌دار بین هزینه‌های معاملاتی و پاداش سرمایه‌گذاران خود را نشان می‌دهد (کاظمی و حیدری، ۱۳۹۱). از نظر رابین (۲۰۰۷)، نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید یا فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن. با وجود آن که این عبارت تا حد زیادی گویا و قابل درک به نظر می‌رسد، در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به عنوان مفهومی سهل و ممتنع نام برده می‌شود، به این معنی که در عین سادگی، درک نقدشوندگی در بطن معاملات، اندازه‌گیری و محاسبه آن پیچیده است. یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، تامین نقدشوندگی است. در حقیقت بازارهای ثانوی ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شوند. نقدشوندگی یا بازارپذیری از جنبه‌های حیاتی معامله اوراق بهادار است و یکی از فاکتورهای مهم قیمت‌گذاری دارایی‌ها می‌باشد که تأثیر قوی بر قیمت آن‌ها دارد (کاظمی و حیدری، ۱۳۹۱).

در واقع نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه گذاری ها یا دارایی ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان است که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه گذاری، تصمیم گیری سرمایه گذاران و تخصیص درست منابع دارد. فقدان نقدشوندگی به معنای ریسک نقدشوندگی، ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد چرا که سرمایه گذاران ریسک‌گریز برای جبران ریسکی که متحمل می شوند، نیازمند بازده اضافی به نام صرف ریسک هستند و نیز ترجیح می دهند در اوراقی که از نقدشوندگی بالاتری برخوردار می باشد، سرمایه گذاری نمایند. از این‌رو، ریسک نقدشوندگی یکی از پارادایم های اصلی بازار مالی است که حداکثر سازی ثروت سهامداران به آن وابسته است (صفری، ۱۳۸۹). بنابراین، بحث و تبادل نظر در خصوص ریسک عدم نقدشوندگی که گاهی با عنوان ریسک نقدشوندگی از آن یاد می شود همچنان جزء تحقیقات جدید در زمینه مدیریت مالی محسوب می شود. همانطور که در بخش اول مقاله حاضر اشاره شده است، افراد بسیاری به مطالعه این بخش از ریسک دارایی های مالی بخصوص در بازار سهام پرداخته اند و نتایج متفاوتی را ارائه داده اند. تعدادی از آنها ارتباط بین بازده و عدم نقدشوندگی را مثبت و بسیار قوی مشاهده نمودند، در حالی که برخی دیگر رابطه خاصی بین این دو نیافتند. تعدادی دیگر نیز وجود رابطه بین بازده و عدم نقدشوندگی را مختص به ماه ژانویه دانستند (Miralles and Miralles, ۲۰۰۶).

بنابراین، در این راستا همانند بخش قبل، در جدول شماره (۲)، مطالعه‌های انجام شده بر روی مفهوم مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازار سرمایه به اختصار بیان می شود، تا اهداف، مفروضات و نتایج مشخص مفهوم مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازار سرمایه مشخص شود. تجربیات پیشین می تواند در طراحی مدل جهت مدیریت ریسک نقدشوندگی، مبتنی بر رویکرد ابزارهای تأمین مالی اسلامی، در بازار سرمایه ایران مفید باشد.

جدول (۲) - مطالعه تطبیقی انجام شده بر روی مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازار سرمایه

ردیف	نام و نام خانوادگی محقق و سال انجام تحقیق	عنوان تحقیق	نتایج تحقیق
۱	آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶)	قیمت دارایی (سهام) و تفاوت (شکاف) عرضه و تقاضا ^۱	به زعم آنان عدم نقدشوندگی به کمک هزینه معامله فوری معامله اندازه‌گیری می‌شود (1986, Amihud & Mendelson)
۲	داتار نایک و رادکلیف (۱۹۹۸)	نقدینگی و بازده سهام: یک آزمون جایگزین ^۲	داتار نایک و رادکلیف (۱۹۹۸) نسبت گردش را که آمیهود و مندلسون در سال (۱۹۸۶) پیشنهاد نموده‌اند، به‌عنوان شاخصی برای نقدشوندگی استفاده کرده‌اند. آنها دریافتند که نقدشوندگی نقش معنی‌داری در توضیح تغییرات داده‌های مقطعی بازده سهام دارد. آنها از عوامل کنترلی مانند اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و بازده بازار به‌عنوان عوامل نقدشوندگی استفاده نموده‌اند. (1998, naik & radcliffe).
۳	آمیهود (۲۰۰۲)	عدم نقدینگی و بازده سهام: داده‌های مقطعی و اثرات سری‌های زمانی ^۲	آمیهود (۲۰۰۲)، نیز در تحقیق خود اعلام نمود که عدم نقدشوندگی مورد انتظار بازار دارای رابطه مثبت با بازده بازده پیش‌بینی شده سهام است. او در تحقیق خود ادعا نموده است که بخشی از بازده مورد انتظار را می‌توان به‌وسیله صرف عدم نقدشوندگی بیان نمود. او نسبت قدر مطلق بازده سهام به حجم معاملات بر حسب دلار را معیار عدم نقدشوندگی در تحقیق خود قرار داد. او ادعا نموده است که عدم نقدشوندگی تاثیر بیشتری بر صرف سهام شرکت‌های کوچک دارد (Amihud, 2002).

<p>فاما و فرنچ، ارتباط بین بازده سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را برای بازه زمانی ۱۹۹۰-۱۹۶۲ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد که شرکت های با نسبت ارزش دفتری پایین (سهام رشدی)، بازده کمتری را ایجاد می کنند. آنها همچنین گزارش نمودند که رابطه مثبتی بین بتا مورد استفاده در مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و بازده سهام وجود ندارد. به این معنی که بتا اندک بازده بالاتری را ایجاد می کند که این امر با مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای ناسازگار است (Fama and French, ۱۹۹۲).</p>	<p>داده های مقطعی بازده مورد انتظار^۴</p>	<p>فاما و فرنچ (۱۹۹۲)</p>	<p>۴</p>
<p>همچنین، فاما و فرنچ (۱۹۹۳) معتقدند که اندازه شرکت به عنوان شاخص نقدشوندگی اثر منفی و معنی داری بر بازده شرکت ها دارد. آن ها اعلام نمودند که شرکت هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن ها بالا (پایین) است، به طور کلی خیلی ضعیف (قوی) می باشند. بنابراین، سرمایه گذاران نیازمند صرف بازده برای جبران ریسک اضافی متحمل شده از طریق نگهداری سهام شرکت هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا می باشند. با این وجود، آنها تخفیفی برای سهام شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (سهام رشدی) در نظر می گیرند. چنانچه نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار کاهش یابد، سهام مورد نظر دارای ریسک بیشتری خواهد بود زیرا تغییرات بازده افزایش می یابد (Fama&French, ۱۹۹۳).</p>	<p>عوامل ریسک مشترک در بازده سهام و اوراق قرضه^۵</p>	<p>فاما و فرنچ (۱۹۹۳)</p>	<p>۵</p>

<p>یک تحقیق دیگر که در خصوص موضوع یعنی در ارتباط با ریسک و تغییرات نقدشوندگی انجام شده است تحقیق چوردیا و همکارانش (۲۰۰۱) بوده است. آنها معتقدند یکی از فرضیه‌های منطقی این است که ریسک به تغییرات نقدشوندگی مربوط است و سطح نقدشوندگی بر بازده دارایی موثر است. در این تحقیق رابطه بین بازده مورد انتظار سهام و نوسانات فعالیت‌های معاملاتی و بازده مورد انتظار سهام^۶ بررسی قرار گرفت. همچنین رابطه بین بازده سهام و نوسانات حجم معاملات، با عوامل کنترلی از قبیل اندازه و نسبت دفتری به بازار مورد بررسی قرار گرفت. به طور کلی، نتایج و یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که یک رابطه منفی یا معکوس بین بازده سهام و نوسانات حجم معاملات وجود دارد (Chordia & etal).</p>	<p>فعالیت‌های معاملاتی و بازده مورد انتظار سهام^۶</p>	<p>چوردیا و همکارانش (۲۰۰۱)</p>	<p>۶</p>
<p>بیکر و استین (۲۰۰۳) مدلی برای توضیح افزایش نقدشوندگی هنگام کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و یا کاهش تأثیر قیمت بر مبادلات و یا افزایش نرخ گردش ارائه دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که معیار کلی آنها با بازده سهام همبستگی بالایی دارد (Baker & Stein, ۲۰۰۳).</p>	<p>نقدینگی بازار به عنوان یک شاخص احساسات^۷</p>	<p>بیکر و استین (۲۰۰۳)</p>	<p>۷</p>

<p>چان و فاف (۲۰۰۳) در تحقیق خود تأثیر نقدشوندگی دارایی ها را در بازار استرالیا با استفاده از معیار نرخ گردش سهام در قیمت گذاری دارایی ها به صورت داده‌های مقطعی مورد بررسی قرار داده اند. آنها در این تحقیق از داده‌های ماهانه و عوامل کنترلی نظیر نسبت ارزش دفتری به بازار و اندازه شرکت و مزاد بازده بازار استفاده نموده اند (Chan & Faff, ۲۰۰۳).</p>	<p>پژوهشی درباره نقش نقدشوندگی در قیمت گذاری دارایی: شواهدی از استرالیا^۸</p>	<p>چان و فاف (۲۰۰۳)</p>	<p>۸</p>
<p>عمری، زبانی و لوکیل (۲۰۰۴) در تحقیق خود به بررسی موضوع تأثیر نقدشوندگی بر بازده سهام در بازار سهام تونس از طریق رگرسیون داده‌های مقطعی و همچنین با استفاده از داده‌های ماهانه در طول سال های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ میلادی پرداخته اند. بنابراین، آنها در نتایج تحقیق خود اعلام نمودند که رابطه آماری بین نقدشوندگی و بازده سهام، منفی است (Omri, Zayani & Loukil, ۲۰۰۴).</p>	<p>تأثیر نقدشوندگی روی بازده سهام: بررسی تجربی بازار سهام تونس^۹</p>	<p>عمری، زبانی و لوکیل (۲۰۰۴)</p>	<p>۹</p>
<p>چن (۲۰۰۵)، به بررسی صرف ریسک در قیمت گذاری دارایی ها در بازار آمریکا پرداخته است. در این تحقیق، وی ابتدا به توضیح صرف نقدشوندگی با متغیرهای کلان اقتصادی با دیدگاهی طولانی مدت پرداخته است. سپس تأثیر این عامل را در قیمت گذاری دارایی ها مورد توجه قرار داده است. آنگاه به بررسی پرتفوی های ساختگی در مدل ۳ عاملی فاما و فرنچ بامتغیرهای کنترلی نظیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پرداخته است (Chen, ۲۰۰۵).</p>	<p>ریسک نقدشوندگی فراگیر و قیمت گذاری دارایی^{۱۰}</p>	<p>چن (۲۰۰۵)</p>	<p>۱۰</p>

<p>داموداران (۲۰۰۵)، معتقد است این که برخی دارایی‌ها غیرنقدشونده و برخی دیگر نقدشونده هستند، صحیح نمی‌باشد، بلکه نقدشوندگی به صورت یک پیوستار است که برخی دارایی‌ها نقدشوندگی بیشتری نسبت به برخی دیگر دارند. او همچنین اعلام نمود که دارایی‌های نقدشونده قیمت بیشتری نسبت به دارایی‌های غیرنقدشونده مشابه دارند و برخی سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری برای دارایی‌های نقدشونده قائل هستند (Damodaran, ۲۰۰۵).</p>	<p>قابلیت عرضه در بازار و ارزش: اندازه‌گیری تنزیل عدم نقدشوندگی^{۱۱}</p>	<p>داموداران (۲۰۰۵)</p>	<p>۱۱</p>
<p>ایکپو و نورلی (۲۰۰۵) در تحقیق خود معیارهای ریسک و بازده را با استفاده از استراتژی پرتفوی سرمایه‌گذاری بر روی بیش از ۶۰۰۰ سهام که برای اولین بار در بازار نزدیک مورد معامله قرار گرفته‌اند، به مدت ۵ سال مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها از معیارهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت استفاده نمودند (Eckbo & Norli, ۲۰۰۵).</p>	<p>ریسک نقدشوندگی، اهرم و بازده عرضه اولیه سهام در بلندمدت^{۱۲}</p>	<p>ایکپو و نورلی (۲۰۰۵)</p>	<p>۱۲</p>
<p>میرالس و میرالس (۲۰۰۶)، عامل ریسک عدم نقدشوندگی در بازار سهام اسپانیا را در فاصله زمانی ۱۹۹۴-۲۰۰۲ مورد بررسی قرار داده‌اند. آن‌ها در این تحقیق از عوامل کنترلی اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به عنوان معیار عدم نقدشوندگی که توسط آمیهود (۲۰۰۲) پیشنهاد شده است، استفاده نموده‌اند. نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد که عامل عدم نقدشوندگی به عنوان یکی از اجزای کلیدی قیمت‌گذاری دارایی‌ها باید مورد توجه قرار گیرد (Miralles and Miralles, ۲۰۰۶).</p>	<p>نقش عامل ریسک عدم نقدشوندگی در قیمت‌گذاری دارایی: شواهد تجربی از بازار سهام اسپانیا^{۱۴}</p>	<p>میرالس و میرالس (۲۰۰۶)^{۱۳}</p>	<p>۱۳</p>

<p>بروتولوتی و همکاران (۲۰۰۶)، بر اساس مطالعات خود نشان دادند که انتشار سهام به‌عنوان منبع اصلی نقدشوندگی بازار سهام برای خصوصی‌سازی شرکت‌ها در ۱۹ کشور توسعه یافته محسوب می‌شود و با انجام خصوصی‌سازی نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد، (Bortolotti, Nicodano & Ibolya, ۲۰۰۶).</p>	<p>خصوصی‌سازی و نقدشوندگی بازار سهام^{۱۵}</p>	<p>بروتولوتی و همکاران (۲۰۰۶)</p>	<p>۱۴</p>
<p>دوسکار (۲۰۰۶)، مدلی را برای بررسی رفتار نقدشوندگی و نوسان‌پذیری قیمت سهام ارائه داد. در این مدل سرمایه‌گذاران تغییرات اخیر قیمت را برای یک دارایی با ریسک پیش‌بینی می‌کنند. هنگامی که تغییرات آن دارایی بالا باشد، صرف ریسک آن بالاست و بازده جاری آن دارایی پایین می‌آید. نرخ بازده دارایی‌های بدون ریسک نیز پایین است و بازار با عدم نقدشوندگی روبرو می‌شود. (Deuskar, ۲۰۰۶).</p>	<p>انتظارات تعمیم‌یافته: دلالت‌هایی برای نوسان و نقدشوندگی^{۱۶}</p>	<p>دوسکار (۲۰۰۶)</p>	<p>۱۵</p>
<p>پیکوئریا (۲۰۰۵)، معتقد است که فعالیت معاملاتی می‌تواند تغییرات بازده مورد انتظار را به‌صورت داده‌های مقطعی توضیح دهد. شواهد این تحقیق حاکی از وجود یک رابطه بین هزینه عدم نقدشوندگی و اندازه شرکت می‌باشد. همچنین تأثیر سهام شرکت‌های بزرگ که بسیار نقدشونده می‌باشند بر حجم معاملاتی معنی‌دار است. او در این تحقیق فعالیت معاملاتی را تنها شاخص نقدشوندگی معرفی می‌کند. (Piqueira, ۲۰۰۶).</p>	<p>فعالیت معاملاتی، هزینه‌های عدم نقدشوندگی و بازده سهام^{۱۷}</p>	<p>پیکوئریا (۲۰۰۵)</p>	<p>۱۶</p>

<p>همچنین مارشال و یانگ (۲۰۰۶)، در مطالعه خودشان به بررسی رابطه میان مازاد بازده سهام عادی در بازار استرالیا و عواملی نظیر ریسک بتا و اندازه شرکت و قیمت پیشنهادی خرید و فروش، نرخ گردش و نسبت عدم نقدشوندگی پرداخت و نتایج نشان داد که از میان معیارهای مختلف عدم نقدشوندگی، نسبت ارائه شده توسط آمپهود (۲۰۰۲) مازاد بازده سهام را بهتر توجیه می کند (Marshall & Young, ۲۰۰۶).</p>	<p>نقدینگی و بازده سهام در بازارهای سفارش دهنده -انجام خالص: شواهدی از بازار سهام استرالیا^{۱۸}</p>	<p>مارشال و یانگ (۲۰۰۶)</p>	<p>۱۷</p>
<p>لانگستاف (۲۰۰۵)، نشان داد که تعداد بسیار زیادی از دارایی‌ها دارای خصوصیات نقدشوندگی کمی می باشند و همیشه نمی توان آنها را فوراً معامله کرد. او در این تحقیق نقش عامل عدم نقدشوندگی را در قیمت گذاری دارایی‌ها مورد بررسی قرار داده است. در بازار سهام، برخی دارایی‌ها دارای نقدشوندگی بالایی هستند، اما برخی دیگر در دوره های نسبتاً طولانی مورد معامله قرار می گیرند. عدم نقدشوندگی تأثیر بسیار چشم‌گیر بر تصمیم‌گیری پرتفوی بهینه دارد. او اعلام نمود که ارزش یک دارایی با نقدشوندگی بالا می تواند ۲۵ درصد بیش از ارزش یک دارایی غیرنقدشونده ارزش داشته باشد (Longstaff, ۲۰۰۵).</p>	<p>قیمت‌گذاری دارایی در بازار با دارایی‌های غیرنقد (فیزیکی)^{۱۹}</p>	<p>لانگستاف (۲۰۰۵)</p>	<p>۱۸</p>

<p>یک مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای ارائه داده اند که در آن ارتباط بین بازده مورد انتظار بازار و نقدشوندگی مورد انتظار یک سهم مورد بررسی قرار گرفت. آنها معتقدند که یک سهم با نقدشوندگی کم تأثیر همزمان اندک بر بازده سهم دارد. هم چنین، تأثیر آن بر بازده قابل پیش بینی آینده آن سهم زیاد است. به علاوه، چنان چه سهام دارای بازده جاری اندک ولی بازده قابل پیش بینی آتی بالا باشد، دارای نقدشوندگی با ثبات می باشد (ملاحسینی و قربان نژاد اسطلکی، ۱۳۸۷).</p>	<p>قیمت گذاری دارایی های با ریسک نقدشوندگی^{۲۰}</p>	<p>آچاریا و پدرسن (۲۰۰۵)</p>	<p>۱۹</p>
<p>با استفاده از یک معیار جدید برای نقدشوندگی نشان می دهد که صرف نقدشوندگی در مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای (CAPM)^{۲۲} و مدل ۳ عاملی فاما و فرنچ، منبع مهمی برای ریسک به شمار می روند.</p>	<p>مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای با نقدشوندگی کامل^{۲۱}</p>	<p>لیو (۲۰۰۶)</p>	<p>۲۰</p>

<p>چان، فاف و یوهانگ (۲۰۱۰) در تحقیق خود، شواهد جدید را مورد بررسی قرار دادند. در تحقیق آنها در بخش اول ارتباط نقدشوندگی / بازده سهام را با استفاده از داده‌ها مورد بررسی قرار دادند، در بخش دوم، بخش‌های اصلی بورس اوراق بهادار توکیو (TSE) مورد مطالعه قرار گرفت. در آزمایش کلی آن‌ها، رابطه منفی (مثبت) قابل توجهی بین پروکسی نقدشوندگی (عدم نقدشوندگی) و بازده وجود داشت. به طوری که پس از کاوش بیشتر در این خصوص برای بررسی تاثیر چرخه کسب و کار، آنها متوجه شدند که مراحل انبساطی تا حد زیادی، تأییدی بر یافته‌های آنها به طور کلی دارد، اما مراحل انقباضی این گونه نبوده است. هنگامی که آنها برای تنوع نقدینگی در مدل رگرسیون مقطعی خود، آن را کنترل کردند، نقش سطح نقدینگی اهمیت زیاد خود را در سراسر چرخه کسب و کار، دوره‌های مختلف فرعی و تمام بخش‌های بورس اوراق بهادار توکیو (TSE) نشان داد. با توجه به تنوع نقدینگی، آن‌ها شدت ارتباط معنی‌داری و منفی آن را با بازده سهام مشاهده کردند.</p>	<p>نقدشوندگی و بازده سهام در ژاپن: شواهد جدید^{۲۳}</p>	<p>چان، فاف و یوهانگ (۲۰۱۰)</p>	<p>۲۰</p>
---	--	---------------------------------	-----------

<p>در تحقیق حاضر با توجه به اهمیت رابطه بین ریسک و بازده، تأثیر ریسک عدم نقدشوندگی و عوامل نقدشوندگی شامل مازاد بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بر مازاد بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق از الگوی سری زمانی برای یک دوره زمانی از فروردین سال ۱۳۷۸ تا اسفند سال ۱۳۸۴ بطور ماهانه در بورس اوراق بهادار تهران بهره‌گیری شده که تمامی شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار را که سهام آنها حداقل ۱۰۰ روز در طی حداقل ۹ ماه در بورس مورد معامله قرار گرفته باشند، را شامل می‌شود. همچنین، به‌منظور کاهش همبستگی بین این متغیرها از روش تشکیل پرتفوی استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مستقل چهارگانه بر متغیر وابسته تحقیق تأثیر معنی‌دار داشته‌اند. بدین معنی که تأثیر عدم نقدشوندگی و اندازه شرکت بر مازاد بازده سهام منفی، اما تأثیر مازاد بازده بازار و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر مازاد بازده سهام مثبت بوده است.</p>	<p>نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>یحیی زاده فر و خرم‌دین (۱۳۸۷)</p>	<p>۲۱</p>
---	--	--------------------------------------	-----------

<p>در این تحقیق وجود ارتباط تا شش وقفه مورد بررسی قرار گرفت که رابطه معنی‌داری بین شاخص نقدشوندگی سهام و شاخص نقدشوندگی سهام در وقفه های زمانی گذشته تأیید گردید. همچنین، وجود رابطه مثبت بین شاخص نقدشوندگی پیش‌بینی شده سهام با شاخص نقدشوندگی محاسبه شده به روش آمیهود مورد تأیید قرار گرفت.</p>	<p>بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره‌های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>سعیدی و دادار (۱۳۸۸)</p>	<p>۲۲</p>
<p>ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) در تحقیق خود مبنی بر پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام، به این نتیجه دست یافتند که بین نقدشوندگی سهام که معیار آن اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، و پراکندگی مالکیت که معیار آن درصد مالکیت بلوکی سهام است، رابطه معناداری وجود ندارد.</p>	<p>پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام</p>	<p>ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)</p>	<p>۲۳</p>
<p>بهرامی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج آزمون وی نشان داد که میان تغییرات ساختار سرمایه با تغییرات در نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.</p>	<p>بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>بهرامی (۱۳۸۹)</p>	<p>۲۴</p>

<p>رضاپور (۱۳۸۹) نشان می دهد با توجه به نقش نقدشوندگی در کشف قیمت دارایی ها، توزیع ریسک مالی و کاهش هزینه معاملات، شناخت عوامل موثر بر آن دارای اهمیت است. تحقیق او، شواهدی در ارتباط با نقش مالکیت نهادی در نقدشوندگی سهام ارائه می کند و میزان مالکیت نهادی شاخصی برای کارکردهای نظارتی و اطلاعاتی نهادها. همچنین، تمرکز مالکیت نهادی، شاخصی برای ایجاد کژگزینی و کاهش سهام شناور آزاد می باشد.</p>	<p>نقش مالکیت نهادی در نقدشوندگی سهام</p>	<p>رضاپور (۱۳۸۹)</p>	<p>۲۵</p>
<p>قائمی و رحیم پور (۱۳۸۹) تاثیر اعلان سودهای فصلی بر نقدشوندگی سهام را بررسی کرده اند. آنها در بررسی خود از نسبت مؤثر شکاف بین قیمت عرضه و قیمت تقاضا به عنوان معیار نقدشوندگی سهام استفاده کرده اند. نتایج نشان می دهد که در طول دوره مورد مطالعه، پس از اعلان های سود فصلی نقدشوندگی سهام افزایش قابل ملاحظه ای نداشته است.</p>	<p>اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام</p>	<p>قائمی و رحیم پور (۱۳۸۹)</p>	<p>۲۶</p>
<p>شورورزی و آزادوار (۱۳۸۹) ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس را بررسی کرده اند. نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می دهد که بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.</p>	<p>تجزیه و تحلیل ارتباط های فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها</p>	<p>شورورزی و آزادوار (۱۳۸۹)</p>	<p>۲۷</p>

<p>در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه گذاری وجود دارند. یکی از موضوع های اساسی در سرمایه گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی هاست؛ زیرا برخی از سرمایه گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه گذاری خود نیاز داشته باشند. سرعت نقدشوندگی سهام نیز مربوط به استقبال انجام معامله در بورس اوراق بهادار به وسیله سرمایه گذاران است. در این پژوهش رابطه نرخ گردش سهام به عنوان معیار نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ مورد بررسی قرار گرفته است. داده‌های سری زمانی به صورت سالانه جمع‌آوری شده و به وسیله نرم افزار (Eviews) به روش داده ترکیبی (تابلویی) مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا، پس از آزمون رابطه دو متغیر، متغیرهای اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شدند. نتایج پژوهش مبین وجود رابطه مثبت و معنادار بین ضریب متغیر نرخ گردش و بازده سهام است. این امر ممکن است به دلیل افزایش جذابیت سهام نقدشونده و افزایش تقاضا برای این گونه سهام باشد.</p>	<p>بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>یحیی‌زاده فر، شمس و لاریمی (۱۳۸۹)</p>	<p>۲۸</p>
--	---	--	-----------

<p>ایزدی نیا و رامشه (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط ویژگی های معاملات سهام با شاخص های متفاوت نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیان گر آن است که ویژگی های معاملات سهام، عوامل اصلی نقدشوندگی هستند. این یافته که برخی شاخص ها به گونه ای متفاوت با ویژگی های معاملات سهام برخورد می کنند، نشان می دهد که نقدشوندگی یک مفهوم پیچیده چندبعدی است که هر شاخص فقط می تواند جنبه ای از نقدشوندگی را منعکس کند.</p>	<p>نقش ویژگی های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>ایزدی نیا و رامشه (۱۳۹۰)</p>	<p>۲۹</p>
<p>ستایش و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته ها بیان گر آن است که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد.</p>	<p>بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>ستایش و همکاران (۱۳۹۰)</p>	<p>۳۰</p>
<p>باباجانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی پرداختند. نتایج نشان می دهد با افزایش فرصت های سرمایه گذاری، از ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی سود کاسته می شود. هم چنین، نتایج تحقیق نشان می دهد با افزایش فرصت های سرمایه گذاری، ضریب واکنش سود ابتدا کاهش و سپس افزایش می یابد.</p>	<p>رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ارتباط ارزشی جریان نقدی و ارقام تعهدی</p>	<p>باباجانی و همکاران (۱۳۹۰)</p>	<p>۳۱</p>

<p>حیدری، فلاح شمس و هاشمی (۱۳۹۰) بیان کردند که نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و در کمترین زمان، نقش و تاثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه گذاری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تخصیص درست منابع دارد. در حقیقت، فقدان نقدشوندگی به معنای ریسک نقدشوندگی، ممکن است تاثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد. در تحقیق حاضر، با توجه به اهمیت رابطه بین ریسک و ارزش سهام، تاثیر ریسک نقدشوندگی و عوامل ریسکی؛ اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) و P/E بر قیمت گذاری سهام برای دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت و معیار عدم نقدشوندگی آمیهود به عنوان نماینده ریسک نقدشوندگی بکار رفت. بدین منظور از روش رگرسیونی پانل دیتا - مدل GLS به دلیل مزایای ماندن، کاهش هم‌خطی بین متغیرها و تورش برآورد و اندازه‌گیری اثراتی که در داده‌های مقطعی و سری زمانی قابل شناسایی نیست، استفاده گردید. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که ریسک نقدشوندگی و نسبت ارزش دفتری (BM) به ارزش سهام تأثیر معنی‌داری بر قیمت سهام در بورس تهران ندارد، ولی P/E و اندازه شرکت، تأثیر معنی‌داری بر قیمت دارند و این نشان‌دهنده اهمیت بیشتر متغیرهای اخیر نسبت به ریسک نقدشوندگی و BM در قیمت گذاری در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.</p>	<p>بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>حیدری، فلاح شمس و هاشمی (۱۳۹۰)</p>	<p>۳۲</p>
---	---	---------------------------------------	-----------

<p>کاظمی و حیدری (۱۳۹۱) بیان کردند که یکی از ریسک های مرتبط با سهام شرکت، نقدشوندگی سهام است. سهام دارای نقدشوندگی بالا برای سهامداران و سرمایه گذاران جذاب بوده و تقاضای آن را افزایش می دهد. افزایش جذابیت و تقاضا برای سهام شرکت، تأمین مالی و افزایش سرمایه به منظور توسعه شرکت را آسان و ارزان می سازد. علاوه بر این، بازده مورد انتظار سهامداران را کاهش می دهد. از این رو، در این پژوهش رابطه بین نقد وندگی سهام که به وسیله معیار شکاف بین قیمت خرید و فروش سهام محاسبه شده با فرصت های سرمایه گذاری طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. یافته ها نشان می دهد، بین نقد شونددگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج بیان گر این است که بین نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر، نقدشوندگی سهام یکی از عواملی است که فرصت های سرمایه گذاری شرکت را افزایش و هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می دهد (کاظمی و حیدری، ۱۳۹۱).</p>	<p>رابطه بین نقدشوندگی سهام و فرصت های سرمایه گذاری</p>	<p>کاظمی و حیدری (۱۳۹۱)</p>	<p>۳۳</p>
---	---	-----------------------------	-----------

1 Asset Pricing and Bid Ask Spread

2 Liquidity and Stock returns: an Alternative Test

3 Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects

4 The Cross- Section of Expected Returns

5 Common risk factors in the returns on stocks and bonds

6 trading activity and expected stock returns

←

۳- ارائه مدل پیشنهادی تحقیق؛ ابزارهای مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار پول و سرمایه ایران:

اگر از بُعد حقوقی به ابزارهای مالی نگاه شود، آن‌ها چیزی جز قرارداد یا مجموعه‌ای از قراردادهای گوناگون نیست که بین افراد گوناگون منعقد شده است. از این‌رو، سابقه ابزارهای مالی اسلامی به صدر اسلام (و در برخی موارد به پیش از اسلام) بر می‌گردد. اما استفاده از آنها در مقیاسی وسیع و با نگرشی جدید تا چند دهه پیش مورد توجه قرار نگرفته بود (سروش، ۱۳۸۷). ایده اولیه ابزارهای مالی اسلامی به نظریه‌های اقتصاد اسلامی بر می‌گردد که طی ۴۰ سال گذشته ارائه شده است. در آن زمان امام موسی صدر در جایگاه یکی از پیشگامان اقتصاد

←

7 Market liquidity as a sentiment indicator	8 An investigation into the role of liquidity in asset pricing: Australian evidence
9 Impact of liquidity on Stock returns: an empirical investigation of the Tunis stock market	10 Pervasive liquidity risk and asset pricing
11 Marketability and value: measuring the illiquidity discount	12 Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns
13 Marcelo, Miralles and Miralles, Quiros (2006),	14 The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: empirical evidence from the Spanish stock market
15 Privatization and stock market liquidity	16 Extrapolative expectations: implications for volatility and liquidity
17 Trading activity, illiquidity costs and stock returns	18 Liquidity and stock returns in pure order-driven markets: evidence from the Australian stock market
19 Asset pricing in markets with illiquid assets, University of California	20 Asset pricing with liquidity risk
21 A liquidity-Augmented Capital Asset Pricing Model	22 In the capital asset pricing model (CAPM)
23 Liquidity and Stock returns in Japan: New evidence	

اسلامی، به معرفی پارادایمهای جدیدی در حوزه تفکرهای اقتصادی و مالی اقدام کرد. در این میان، کوششهای فراوانی جهت پدیدآمدن بانکهای اسلامی در کشورهای مصر، پاکستان و ... صورت پذیرفت و سرانجام ایران در جایگاه نخستین کشور اسلامی توانست بانکداری اسلامی را به طور کامل و بدون وجود نظام موازی (بانکداری متعارف) اجرا کند. اگر به صورت دقیق تاریخچه ابزارهای مالی اسلامی بررسی شود، می توان این ابزارها را به دو دسته ابزارهای بازار پول و ابزارهای بازار سرمایه تفکیک کرد (سروش، ۱۳۸۷). اما ایده اولیه استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول به دهه ۱۹۸۰ بر می گردد. در آن زمان بانکهای اسلامی جهت غلبه بر مسئله نقدینگی به استفاده از این نوع ابزارها روی آوردند. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی به جای اوراق قرضه دولتی، از اوراق بدون بهره با نام "گواهی سرمایه گذاری دولتی" استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی کرد و وابسته به معیارهای گوناگونی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه بود. بدین ترتیب شبهه ربوی بودن سود به ظاهر بر طرف میشد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می کردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶: ۱۰). این ابزارها همگی مبتنی بر عقود اسلامی مانند اجاره، مشارکت، مضاربه و ... بودند (سروش، ۱۳۸۷). این در حالی است که جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران در جایگاه ناشر، نخستین اوراق مشارکت را منتشر کرد. به علت عدم اطلاع محققان حوزه مطالعه های مالی اسلامی از این ابداع ایران، ایده های استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به اوایل سال های ۱۹۹۷ یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت نسبت می دهند. در حالی که در حقیقت، ایران در جایگاه نخستین کشوری بود که به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی اقدام کرده است. با این وجود، وقایع ۱۱ سپتامبر سبب شد تا مسلمانان به استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه و سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی بیش از پیش روی آوردند و از آن زمان لفظ صکوک در دنیا بسیار گسترش یافت

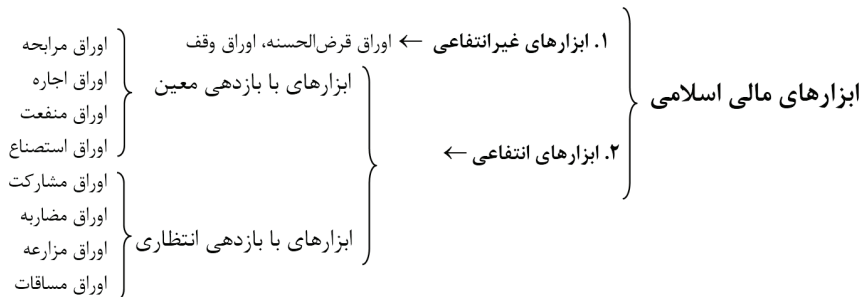
تا جایی که حتی کشورهای غیراسلامی جهت جذب سرمایه‌های مسلمانان به استفاده از این ابزار اقدام کردند. لفظ صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی^{۲۴} جهت ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) به معرفی ۱۴ نوع صکوک اقدام کرد (سروش، ۱۳۸۶: ۱۵).

دایرة المعارف قاموس عام لكل فن و مطلب در باره واژه صکوک چنین

بیان می‌کند: "صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات به کار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود، را شامل می‌شود. واژه‌های صک الوکاله به معنای وکالت‌نامه و صک الکفاله به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است" (نجفی، ۱۳۸۵).

هم‌زمان با گسترش ابزارهای بازار سرمایه در کشورهای عربی و غربی، در ایران نیز زمینه‌های لازم جهت استفاده از این دسته از ابزارها پدید آمد. با تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر قانونی لازم جهت طراحی و انتشار ابزارهای مالی جدید در کشور فراهم شد. در این قانون برای نخستین بار اوراق بهادار یا همان ابزار مالی تعریف شد و وظیفه طراحی ابزارهای مالی جدید بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و وظیفه تصویب آنها بر عهده شورای عالی بورس و اوراق بهادار قرار گرفت. براساس بند ۲۴ ماده ۱ قانون اوراق بهادار، اوراق بهادار عبارت است از هر نوع ورقه یا مستندی که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین یا منفعت آن باشد. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در این قانون معادل یکدیگر قرار دارند (قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۶: ۳). البته پیش از تصویب این قانون، قانون اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۷ به تصویب رسیده بود (سروش، ۱۳۸۷).

ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صُکوک): صُکوک جمع صِک به معنای سند و سفته است و مُعَرَّب واژه‌ی چک در فارسی است. ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک)، اوراق بهادار با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای مالی هستند که بر پایه‌ی یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده‌اند و دارندگان اوراق به صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آن‌ها می‌باشند (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، ۱۳۹۴). به طور خلاصه ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صُکوک) در نمودار شماره (۵)، نشان داده شده است.



نمودار ۵- ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صُکوک) منبع: (موسویان، ۱۳۸۶: ۲۲۵)



نمودار ۲- مدل پیشنهادی ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی در بازار پول ایران



نمودار ۳- مدل پیشنهادی ابزارهای مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازار سرمایه ایران

بر اساس نمودار شماره (۲) و نمودار شماره (۳) به ترتیب ابزارهای تأمین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی در بازار پول ایران و مدل پیشنهادی ابزارهای تأمین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران ارائه شده است که می توان آن را در چند بخش و سطر توضیح داد. به طور کلی براساس نمودار شماره (۴)، می توان بیان کرد که در سطح هدف؛ ابزارهای تأمین مالی اسلامی، مدیریت ریسک نقدینگی و مدیریت ریسک نقدشوندگی اوراق بهادار برای بازار پول و سرمایه، در سطح اول؛ تفکیک بازارهای پول و سرمایه در

ایران، در سطح دوم؛ انتخاب ابزارهای مالی اسلامی بازار پول و سرمایه ایران، در سطح سوم؛ طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه ایران، در سطح چهارم؛ انتخاب نوع ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه ایران، و در نهایت سطح پنجم؛ تعیین ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صُکوک) شامل: بانی، شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، دارنده اوراق، ضامن، عامل فروش، عامل پرداخت می‌باشد. در سطح هدف به انواع ابزارهای تامین مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه ایران، که می‌تواند با رعایت جنبه‌های شرعی اسلام به وجود آید، اشاره می‌کند. البته باید در نظر داشت که انتشار این اوراق را باید قبل از عرضه اولیه در بازار پول و سرمایه ایران، و با فرض تفکیک کارکرد آنها دنبال نمود. تا جایی که تمام مشکلات شرعی مربوط به آن توسط اندیشمندانی که اصول شرعی را خوب می‌دانند یا خوب مطالعه کردند؛ رفع گردیده تا در سطح دوم یا همان انتخاب ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه ایران، انجام شود. سپس به سطح سوم، یعنی طراحی های مربوط به ابزارهای تامین مالی اسلامی جهت مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی برای اوراق بهادار بازار پول و سرمایه و بعد آن هم به سطح چهارم یعنی انتخاب نوع ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه می‌رسیم که اقدامات لازم و ضروری را در این مراحل و در نهایت در سطح پنجم یعنی تعیین ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صُکوک) انجام می‌دهیم. می‌توان انتظار داشت که این فرآیند براساس ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی برای اوراق بهادار در بازار پول و سرمایه مؤثر است. هم‌چنین، در نمودار شماره (۴)، فرآیند مشترک رایج ابزارهای تامین مالی اسلامی و مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار پول و سرمایه ایران رایج شده است.



نمودار ۴- فرایند پیشنهادی برای کاربرد ابزارهای تأمین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار پول و سرمایه ایران

۴- نتیجه‌گیری

یکی از مهمترین موضوعات در هر جامعه‌ای، توجه به الگوها و مدل‌ها و ابزارهای مفهومی و عملیاتی آن جامعه برای نیل به اهداف مدیریتی آن جامعه می‌باشد. در جایی که آنتا دیوپ انسان‌شناس "هویت فرهنگی-قومی" در مقاله‌ای دربارهٔ هویت فرهنگی می‌نویسد: هویت فرهنگی هر جامعه به سه عامل بستگی دارد: تاریخ، زبان و روانشناسی. گرچه اهمیت عوامل فوق در موقعیت‌های تاریخی و اجتماعی مختلف یکسان نیست باوجود این، هرگاه این عوامل به طور کلی در یک ملت یا فرد وجود نداشته باشد، هویت فرهنگی آن ملت یا فرد ناقص می‌شود و تلفیق موزون این عوامل، یک وضعیت ایده‌آل است. هرگاه یکی از این عوامل تحت تأثیر قرار گیرد، شخصیت فرهنگی جمعی یا فردی تغییر می‌کند. این تغییرات ممکن است تا آن‌جا ادامه یابد که موجب یک "بحران هویتی" شود (پیام یونسکو به نقل از مظاهری و کاوسی، ۱۳۹۰). بر این اساس، در دنیای امروز ادیان نیز به مانند تمامی نهادهای اجتماعی با تحول فرهنگی مواجه‌اند. این موضوع، در انتقال دین به نسل‌های جوان‌تر مهم‌تر جلوه می‌کند. مسیرهای گوناگونی که مستلزم شناخت ابعاد متفاوت و ترکیب‌هائی از هویت‌یابی دینی در ابعاد اجتماعی، اخلاقی، عاطفی و فرهنگی‌اند در دنیای امروز ممکن است در تقابل با الگوهای سنتی آن قرار گیرند. بنابراین مسئله‌ی "انتقال" در کانون توجه جامعه‌شناسی دینی قرار می‌گیرد (مظاهری، و کاوسی، ۱۳۹۰). بنابراین با توجه به این مسئله که آیین شریعت همان احکام و دستورهای فقهی و احکام الهی است که مبتنی بر سلسله‌ای از حقایق و مصالح است (مطهری، ۱۳۶۸: ۵-۶)، و علمی است که به وسیلهٔ این علم اعمال درست شده (مستملی، ۱۴۱۳: ۱۱۲۱) مشخص می‌گردد که سعادت ثمرهٔ کدام عمل است (همدانی، ۱۳۷۳: ۱۸۲)، و با در نظر گرفتن آیین طریقت که همان احکام اخذ نمودن به احوط و احسن و اقوم دستورات (آملی، ۱۳۶۲: ۸)، درک و عمل به حقیقت همان توحید است اما توحید وجودی یا همان وحدت

وجود عرفانی یعنی مساوی دانستن وجود با خدای تعالی به گونه ای که تشکیک در اصل وجود راه نداشته باشد و تنها مظاهر را متفاوت بدانیم (ابن عربی، بی تا، ۱۳۸۵)، آسان تر می گردد. بنابراین در این خصوص با توجه به موارد فوق، نظر به مشکلاتی که نهادهای مالی اسلامی با آن مواجه بودند، سبب شد که بانک های مرکزی کشورهای مالزی، اندونزی برونئی، بحرین، سودان و بانک توسعه اسلامی گردهم جمع شدند و در صدد برآمدند که برای رهایی صنعت مالی اسلامی از این مشکلات، پاسخی بیابند. در این ارتباط، تأسیس بازار مالی بین المللی اسلامی پیشنهاد شد (عزیزی، ۱۳۸۷). البته در جمهوری اسلامی ایران هم همان طور که در بخش قبل بیان گردید طبق (ماده ۸۳ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران ۱۳۹۴ - ۱۳۹۰)، براساس الف آن قانون به بانک مرکزی اجازه داده می شود در چهارچوب قانون بودجه سنواتی جهت تأمین مالی پروژه های زیربنایی توسعه ای دولتی نسبت به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی در بازارهای بین المللی اقدام نماید. همچنین، براساس بند ب آن قانون نیز به شرکت های دولتی و شهرداری ها اجازه داده می شود در راستای تأمین منابع ارزی طرح های سرمایه گذاری خود، پس از تأیید وزارت امور اقتصادی و دارائی و بانک مرکزی، اقدام به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی نمایند. تضمین اصل و سود این اوراق با شرکت ها و شهرداری های مذکور است (ماده ۸۳ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران ۱۳۹۴ - ۱۳۹۰). براین اساس، هدف اصلی این پژوهش بررسی کاربرد ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی در بازارهای مالی ایران بوده است. به طوری که در این مقاله ابعاد کمی و کیفی تئوریک و تجربی ابزارهای تامین مالی اسلامی و مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی برای اوراق بهادار بازار پول و سرمایه و همچنین شیوه های امکان سنجی و کاربرد آن مورد نقد و بررسی قرار گرفتند. همچنین، در پایان دو مدل مجزا و یک مدل فرایندی مشترک مربوط به کاربرد ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی و ریسک نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار پول و سرمایه ایران که مبتنی بر سازوکارهای مالی اسلامی باشد، ارائه شده است.

منابع

۱. ابزری، مهدی، صمدی، سعید و صفری، علی، (۱۳۸۶). "نقش گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۴۸، تابستان ۱۳۸۶، صص: ۲۲-۳.
۲. ابن عربی، محی‌الدین (۱۳۷۰). فصوص الحکم بیتا، الزهراء(س)، دوم.
۳. ابن عربی، محی‌الدین (بیتا)، (۱۳۸۵). الفتوحات المکیه، بیروت، دارصادر.
۴. اخباری، محمد (۱۳۸۵). مروری بر وضعیت ژرفای (عمق) مالی ایران. مجله: روند، تیرماه ۱۳۸۵، شماره ۴۵، صص: ۱۹۸-۱۵۵.
۵. اردکانیان، نگار (۱۳۸۸) "بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۶. ایزدی نیا ناصر، رامشه، منیژه (۱۳۹۰). "نقش ویژگی‌های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۳، صص: ۱-۲۷.
۷. آملی، سید حیدر (۱۳۶۲). اسرار الشریعه واطوار الطریقه و انوار الحقیقه تصحیح محمد خواجه‌سوی، وزارت فرهنگ و آموزش عالی.
۸. باباجانی جعفر، بولو قاسم، عالیزاده علی (۱۳۹۰). رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارتباط ارزشی جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی". فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، صص: ۱۹۱-۲۱۱.
۹. باقری، حسن، (۱۳۸۵)؛ "تحلیل عوامل مؤثر بر سود آوری بانک‌های تجاری (بانک رفاه)"، تحقیقات مالی، شماره ۲۱، صص ۲۶-۳.
۱۰. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، قانون بانکداری ایران و اصلاحات آن، تهران.
۱۱. بحرینی، حسین، (۱۳۸۷). فرایند تأمین سرمایه مالی (finance) پروژه‌های سرمایه‌گذاری توسط بانک‌ها و موسسات مالی. همایش اقتصاد اسلامی و توسعه. آدرس الکترونیک جهت قابلیت دسترسی آنلاین به

- مقاله در وب سایت (https://confbank.um.ac.ir/modules.php).
۱۲. پهلوان، حمید و رضوی، سیدروح‌الله، ۱۳۸۶ش، اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، اردیبهشت.
 ۱۳. حسین کاظمی و عباس حیدری (۱۳۹۱). رابطه بین نقد شوندگی سهام و فرصتهای سرمایه‌گذاری. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره شانزدهم، زمستان ۱۳۹۱، صص: ۳۹-۲۹.
 ۱۴. حیدری سیدعباس، فلاح شمس میرفیض، هاشمی نازنین (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و قیمت در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، زمستان ۱۳۹۰، دوره ۲، شماره ۹، صص: ۲۰۷-۲۲۹.
 ۱۵. زهرا، صفری کهره (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
 ۱۶. سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷ش، دستورالعمل پیشنهادی اوراق مشارکت رهنی، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار، اردیبهشت.
 ۱۷. ستایش محمد حسین، کاظم نژاد مصطفی، ذوالفقاری مهدی (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، صص: ۷۴-۵۵.
 ۱۸. سروش، ابوذر، (۱۳۸۷). اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانکها. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۲۹، بهار ۱۳۸۷، صص: ۱۶۳-۱۸۸.
 ۱۹. سروش، ابوذر، (۱۳۸۷). اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانکها. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال هشتم / شماره ۲۹ / بهار ۱۳۸۷، صص: ۱۶۳-۱۸۹.
 ۲۰. سروش، ابوذر، ۱۳۸۶ش، "بررسی صکوک اجاره"، ماهنامه بورس، شماره ۶۵، مرداد.

۲۱. سعیدی و دادار (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقد شونده‌گی دروه های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مدیریت، شماره شانزده.
۲۲. شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، (۱۳۹۴). تعریف و تاریخچه صکوک. آدرس الکترونیک جهت دسترسی آنلاین به مقاله در وب سایت رسمی شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه: (<http://sukuk.ir/index.php>).
۲۳. شورورزی محمدرضا، آزادوار ایمان (۱۳۸۹). "تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها". مجله حسابداری مدیریت، شماره ۶، صص: ۲۳-۱۳.
۲۴. شیخ، محمد جواد و صفرپور، محمد حسن، (۱۳۸۶). "بررسی تاثیر دوره سرمایه گذاری بر عملکرد شرکتهای سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۴، شماره ۵۰، زمستان ۱۳۸۶، صص: ۱۱۸-۹۹.
۲۵. صمیمی، جعفر، ریاض، سید فضل، ابونوری، اسمعیل، (۱۳۷۳)؛ "بررسی عوامل مؤثر بر منابع مالی بانک ها در ایران (۱۳۵۰-۱۳۷۰)"، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی.
۲۶. عباسی، معصومه، ولی پور، علی، (۱۳۹۰). نقش اوراق مشارکت در اقتصاد. آدرس الکترونیک جهت دسترسی آنلاین به مقاله در وب سایت بانک کشاورزی ایران (www.bki.ir/Portals/0/PropertyAgent/1171/Files/882/4.docx).
۲۷. عرب‌مازار، عباس و قنبری، حسنعلی (۱۳۷۶)، مبانی نظری مدیریت نقدینگی در بانکها، مجموعه مقالات هشتمین سمینار بانکداری اسلامی، تهران، مؤسسه عالی بانکداری.
۲۸. عزیز، فیروزه (۱۳۸۷). ابزارهای مالی کاربرد پذیر در بازارهای مالی اسلامی. مجموعه مقالات همایش اقتصاد اسلامی و توسعه.
۲۹. علی حسن زاده، احمد مجتهد، (۱۳۸۴). پول و بانکداری و نهادهای مالی. ناشر: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، پژوهشکده پولی و بانکی، ۲۹ تیر، ۱۳۸۴.

۳۰. فرانک فبوزی، فرانکو مودیلیانی، مایکل فری، (۱۹۴۸). مبنای بازارها و نهادهای مالی. ترجمه دکتر حسین عبده تبریزی. تهران: انتشارات آگاه.
۳۱. فردریک مشکین و استانیلی ایکنز؛ (۱۳۹۱). بازارها و نهادهای مالی. ترجمه: حمید کرد بچه، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران) و بانک تجارت، دوره دوجلدی، ص ۳۰.
۳۲. قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴.
۳۳. قانون مالیاتهای مستقیم، مصوب ۱۳۸۰.
۳۴. قائمی محمد حسین، رحیم پور محمد (۱۳۸۹). "اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام". مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص: ۱۴۵-۱۵۸.
۳۵. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶ ش، صورتجلسه بررسی انتشار اوراق مشارکت رهنی، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۳۶. محرابی، لیلا، (۱۳۹۳). مدیریت نقدینگی در بازارهای مالی اسلامی. پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، آدرس الکترونیک جهت دسترسی آنلاین به مقاله فوق در پورتال بانکداری اسلامی (<http://www.mbri.ac.ir/Default.aspx?PageName=islami> <http://www.cbankingpages&ID=171349>). کد مقاله: ۱۷۱۳۴۹.
۳۷. محمود یحیی زاده فر، شهاب الدین شمس، سید جعفر لاریمی (۱۳۸۹). بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۱۲، شماره ۲۹، بهار و تابستان ۱۳۸۹، صص: ۱۱۱-۱۲۸.
۳۸. مدنیان، سیدمحمد، (۱۳۹۲). ابزارهای نوین تامین مالی و ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). پاورپوینت (اسلاید)، آدرس الکترونیک جهت دسترسی آنلاین به مقاله در وب سایت مدیریتات آی آر (<http://www.modir.ir/Articles/4428.aspx>).
۳۹. مستملی بخاری، ابوابراهیم اسماعیل بن محمد (۱۴۱۳ ق). شرح التعرف لمذهب التصوف. تهران، انتشارات اساطیر.

۴۰. مطهری، مرتضی (۱۳۸۶). آشنایی با علوم اسلامی: کلام- عرفان- حکمت عملی تهران، انتشارات صدرا.
۴۱. مظاهری، محمدمهدی، کاوسی، اسماعیل، (۱۳۹۰). حفظ هویت ایرانی- اسلامی در فرایند جهانی شدن. فصلنامه مطالعات راهبردی جهانی شدن (مرکز جهانی شدن)، سال دوم، پیش شماره سوم، تابستان ۱۳۹۰، صص: ۶۲-۳۷.
۴۲. موسوی، سید محسن و هاشم خانی، میثم (۱۳۸۹). صکوک: مطالعات تطبیقی و بررسی وضعیت صکوک در کشورهای اسلامی. روزنامه دنیای اقتصاد، دوم آذرماه ۱۳۸۹. آدرس الکترونیک جهت دسترسی آنلاین به مقاله در وب سایت رسمی روزنامه دنیای اقتصاد: (<http://www.donya.com>)-(e-eqtasad.com/news/632795/).
۴۳. نجفی، مهدی، ۱۳۸۵ش، بررسی فرایند تامین مالی از راه انتشار اوراق صکوک، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
۴۴. همدانی، عین القضاة (۱۳۷۳). تمهیدات به تصحیح غفیف عسیران، تهران، انتشارات منوچهری.
۴۵. یحیی زاده فر، محمود، خرم‌دین، جواد، (۱۳۸۷). نقش عوامل نقد شونددگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، پاییز ۱۳۸۷، ۱۱۸-۱۰۱.
46. AAOIFI (2002), Investment Sukuk (Shar 'iah Standard No. 18), Manama: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
47. Abdul Majid, Abdul Rais (2003), "Development of Liquidity Management Instruments: Challenges and Opportunities", Paper presented to the International conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision, held in Jakarta Indonesia September 30-October 2, 2003, organized by IRTI, Bank Indonesia and Ministry of Finance, Indonesia.
48. Abdul Rais Abdul Majid, Development of Liquidity manage-

ment instruments, 2003.

49. Acharya, V. & Pedersen, L. (2005), Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77, pp. 375-410.
50. Ahmad, Habib, and Khan, Tariqullah (1997), *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Jeddah: IDB, IRTI.
51. Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986), "Asset Pricing and Bid Ask Spread". *Journal of Financial Economics*, 17, pp:223-249.
52. Amihud, Y., (2002), Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects, *Journal of Financial Markets* 5, pp. 31-56.
53. Arsalan Tariq, Ali, 2004, *Managing financial risks of Sukuk structures*, A dissertation of Master of Science Loughborough University UK.
54. Arsalan Tariq, Ali., and Dar, Humayon, 2007, *Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization*, *Thunderbird International Business Review*. Vol 49(2). 203-223. March-April.
55. Avramov, D., Chordia, T. & Goyal, A. (2006), Liquidity and auto-correlations in individual stock returns, *the journal of Finance*, Vol. Lxi, No. 5 pp. 2365-2394.
56. Baker, M. Stein, J. (2003), Market liquidity as a sentiment indicator, *Journal of Financial Markets* 7 (3).
57. Bardia, S.C (1988) " Working Capital Management". Japur Pointer Publisher ,pp.32-38
58. Bernanke, B. and Gertler, M. (1989). "Agency costs, net worth, and business fluctuations". *American Economic Review*, vol. 79:14-31.
59. Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G. & Ibolya, S., (2006), *Privatization and stock market liquidity*, *Journal of Banking & Finance*, Social Science Electronic Publishing.

60. Chang, Y. Y. & Faff, R. & Hwang, C-Y. (2010). "Liquidity and Stock returns in Japan: New evidence". *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, pp: 90-115. Available at <http://www.elsevier.com>.
61. Chan, H., Faff, R. (2003), An investigation into the role of liquidity in asset pricing: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal* 11, pp.555-572.
62. Chen, J.(2005), Pervasive liquidity risk and asset pricing, Job Market Paper.
63. Chordia, T., Subrahmanyam, A. & Anshuman, V. Ravi, (2001), trading activity and expected stock returns, *Journal of Financial Economics*, pp.32 -59.
64. Damodaran, A., (2005), Marketability and value: measuring the illiquidity discount, Stern School of Business.
65. Datar, V, Naik, N. & Radcliffe, R., (1998), Liquidity and Stock returns: an Alternative Test, *Journal of financial markets*, 1, pp. 203-219.
66. Deuskar, P., (2006), Extrapolative expectations: implications for volatility and liquidity, AFA 2007 Chicago Meetings Paper.
67. Ebrahim, Muhammed-Shahid. 1999. "Islamic Financial Derivatives". *International Journal of Islamic Finance* 1(1): 39-41.
68. Eckbo, B. Espen, Norli, Oyvind. (2005), Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns, *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 1 – 35.
69. Edwardes, Warren (2004), "Islamic Liquidity Management Issues" Presentation at Institute of Islamic Banking and Insurance, Feb 2004.
70. Errico Luca and Farahbaksh, Mitra. 1998. "Islamic Banking: Issues in Prudential Regulations and Supervision." IMF Working Paper 98/30.
71. Errico, L., and Farahbaksh, M. (1998), "Islamic Banking: Issue in prudential Regulations and Supervision," IMF Working Paper, WP/98/30, March.

72. Fama, E. and K. French (1992), The Cross- Section of Expected Returns, *The Journal of Finance*, pp. 427-465.
73. Fama, E. and K. French (1993), Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33: 3–56.
74. Glosten, L.R. and P.D. Milgrom(1985), Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*, 14: 71-100.
75. Haque, Nadeem UI and Abbas Mirakhor. 1998. “The Design of Instruments for Government Finance in an Islamic Economy.” IMF Working Paper 98/54.
76. <http://www.lmcbahrain.com/global-table>
77. Iqbal, Zubair and Abbas Mirakhor. 1987. *Islamic Banking*. (Washington D.C.: International Monetary Fund) Occasional Paper 49.
78. Khan, Mohsin S. and Abbas Mirakhor. 1990. “Islamic Banking: Experiences in the Islamic Republic of Iran and Pakistan”, *Economic Development and Cultural Change* 38: 353-75.
79. Liu, W., (2006), A liquidity-Augmented Capital Asset Pricing Model, *Journal of Financial Economics*, 82, pp. 631–671.
80. Longstaff, F., (2005), *Asset pricing in markets with illiquid assets*, University of California, Los Angeles- Finance Area; National Bureau of Economic Research (NBER).
81. Marcelo, Miralles and Quiros (2006), The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: empirical evidence from the Spanish stock market, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 46, PP. 254–267.
82. Marcelo, Miralles and Quiros (2006), The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: empirical evidence from the Spanish stock market, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 46, PP. 254–267.
83. Marshall, B. & Martin Young (2003), *Liquidity and stock returns*

- in pure order-driven markets: evidence from the Australian stock market. *International Review of Financial Analysis*, 12, pp 173–188.
84. Marshall, B. & Martin, Young (2006), Liquidity and stock returns in pure order-driven markets: evidence from the Australian stock market, *International Review of Financial Analysis* 12.
 85. Martínez, M., Nieto, B., Rubio, G. & Tapia, M., (2005), Asset pricing and systematic liquidity risk: An empirical investigation of the Spanish stock market, *International Review of Economics and Finance* 14, pp.81–103.
 86. Mayo, Herbert B.(2006), *Investments: An Introduction*, Thomson one- Business school, Eight Edition, pp. 280-284.
 87. Nisar, Shariq, *Islamic Bonds (SUKUK): Its Introduction and Application: Latest information about Sukuk*, 2006.
 88. Nobanee, H (2011),” Working Capital Management and Firm`s Profitability: An Optimal Cash Conversion Cycle” . www.ssrn.com.13910218.
 89. Omri, A., Zayani, M. & Loukil, N., *Impact of liquidity on Stock returns: an empirical investigation of the Tunis stock market*, *Finance and Business Strategies*, Social Science Electronic Publishing.
 90. Omri, A., Zayani, M. & Loukil, N.,(2004). *Impact of liquidity on Stock returns: an empirical investigation of the Tunis stock market*, *Finance and Business Strategies*, Social Science Electronic Publishing.
 91. Patrick Honohan, *Islamic Financial Intermediation: Economic and Prudential Considerations*, Development Research Group and Financial Sector Strategy and Policy Department the World Bank, 2001.
 92. Piqueira, N., (2006), *Trading activity, illiquidity costs and stock returns*, working paper, Princeton university, Social Science Electronic Publishing, Inc.

93. Qatar Global Sukuk (2003), Issue Prospectus of Ijara sukuk.
94. V. Sundararajan, David Marston, and Ghiath Shabsigh, Monetary Operations and Government Dept Management Under Islamic Banking, September 1998.
95. V. Sundararajan, David Marston, and Ghiath Shabsigh,, Economic Bulletin, Jan.-Feb. 2005.
96. V. Sundararajan, David Marston, and Ghiath Shabsigh, Islamic Funding Structures and financing vehicles, Nida'ul Islam magazine, Nev.-Dec. 1995.
97. Yahia Abdul-Rahman (2005), Islamic Instruments for Managing Liquidity, International Journal of Islamic Financial Services Vol. 1 No.1.

امکان‌سنجی فقهی و مالی اوراق مشارکت مصون از تورم

سیدعباس موسویان^۱

مجتبی کاوند^۲

رضا میرزاخانی^۳

چکیده

در سال‌های اخیر توسعه اوراق مصون از تورم در دنیا گسترش یافته و این اوراق در بسیاری از پرتفوی‌ها وارد شده است. هدف اوراق مصون از تورم اطمینان از حفظ قدرت خرید از طریق مرتبط کردن بازدهی اوراق با تورم در طول دوره انتشار آن است. بنابراین، دو نوع پرداخت در این اوراق وجود دارد: نرخ بازدهی که در ابتدای دوره مشخص می‌شود و مبلغی که بابت جبران زیان حاصل از کاهش قدرت خرید پرداخت می‌گردد. از این‌رو، این اوراق یک فرصت آرمانی برای طیف گسترده‌ای

۱ دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۲ دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق علیه السلام.

۳ دانشجوی دکتری فقه‌الایقتصاد دانشگاه امام صادق علیه السلام.

از سرمایه‌گذاران برای مصون ماندن از تورم می‌باشد. ایران به‌عنوان کشوری که از نرخ تورم‌های بالا و متغیر برخوردار است، می‌تواند از این اوراق برای تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های میان مدت و بلند مدت به ویژه در طرح‌های عمرانی دولتی استفاده نماید.

این مقاله با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی به دنبال پاسخگویی به این سؤال‌ها است: آیا با توجه به موازین فقه امامیه امکان انتشار اوراق مشارکت با سود علی‌الحساب شناور و مصون از تورم وجود دارد؟ راه کارهای تصحیح این اوراق که با موازین دانش مالی نیز سازگار باشد، چیست؟ نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که امکان طراحی اوراق مشارکت مصون از تورم با نرخ سود علی‌الحساب شناور در قالب اوراق مشارکت با نرخ مصون از تورم وجود دارد. برای شناور کردن نرخ نیز می‌توان از نرخ سود علی‌الحساب شناور باحق اختیار خرید، و حق اختیار خرید و حق اختیار فروش به‌طور هم‌زمان استفاده نمود.

واژگان کلیدی: اوراق مصون از تورم، قرارداد مشارکت، اوراق مشارکت مصون از تورم، نرخ بهره واقعی، انتظار تورمی، نرخ بهره اسمی.

طبقه‌بندی JEL:23 G

مقدمه

رکود تورمی دهه ۱۹۷۰ میلادی به روشنی تأثیر ویران‌گر تورم روی سرمایه‌گذاری را نشان داد. در طول این دوره، خطر دارایی‌هایی که غیرمستقیم مصون از تورم بودند، آشکار شد. از این رو، در سال‌های اخیر توسعه اوراق مصون از تورم در دنیا گسترش یافته و این اوراق در بسیاری از پرتفوی‌ها وارد شده است. هدف اوراق مصون از تورم اطمینان از حفظ قدرت خرید از طریق مرتبط کردن بازدهی اوراق با تورم در طول دوره انتشار آن است. بنابراین، دو نوع پرداخت در این اوراق وجود دارد: نرخ بازدهی که در ابتدای دوره مشخص است و مبلغی که بابت جبران زیان حاصل از کاهش قدرت خرید پرداخت می‌شود. در اوراق مصون از تورم، درآمد واقعی در طول دوره مشخص است ولی درآمد اسمی در آینده مشخص خواهد شد. از این رو، این اوراق یک فرصت آرمانی برای طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران برای مصون ماندن از تورم می‌باشد (Krämer, ۲۰۱۳: ۲).

در ایران شورای پول و اعتبار هر سال با تعیین نرخ سود انواع سپرده‌ها و تسهیلات و اوراق مشارکت در قالب بسته سیاستی و نظارتی بانک مرکزی در عمل نرخ سود در نظام مالی کشور را به صورت دستوری تعیین می‌نماید. تعیین نرخ دستوری سودها از یک سو و بالا و متغیر بودن نرخ تورم از سوی دیگر منجر می‌شود در بسیاری از موارد نرخ بازدهی واقعی سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن نرخ تورم سالانه، کمتر از تورم باشد و در عمل آن‌ها با زیان مواجه شوند. آمارها نیز نشان می‌دهد با وجود تلاش‌های فراوان برای توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی، این اوراق تاکنون نتوانسته است موفقیت لازم را در بازار سرمایه ایران بدست آورند. از سوی دیگر در شرایط انتظار کاهشی تورم ریسک انتشار این اوراق برای ناشران بالا است زیرا ممکن است ناشران بر اساس نرخ مشخص و ثابتی این اوراق را منتشر نمایند و در سال‌های آینده به جهت کاهش تورم با هزینه واقعی بالایی

مواجه شوند مانند چند سال اخیر ایران که انتشار اوراق مشارکت با نرخ‌های سود علی‌الحساب کنونی ریسک بالایی برای ناشران دارد.

با توجه به این چالش‌ها چنانچه ابزارهای مالی طراحی و منتشر شوند که نرخ بازدهی در آن‌ها متناسب با تورم به‌علاوه نرخ سود مشخصی باشد، انتظار می‌رود که با استقبال هم ناشران و هم سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مواجه شود. یکی از ابزارهای مالی که با این هدف طراحی شده و در بسیاری از کشورها از جمله آمریکا منتشر می‌شود، اوراق مصون از تورم است. اوراق مصون از تورم^۴ یکی از پیچیده‌ترین دارایی‌ها محسوب می‌شود (Rodriguez & Kung, ۲۰۱۴: ۱). این اوراق در سالیان اخیر مورد توجه زیادی قرار گرفته و حجم انتشار آن در جهان و در کشورهایی از جمله آمریکا، انگلیس و فرانسه از سوی بزرگترین ناشران این اوراق بهادار چند ده برابر شده است. اوراق مصون از تورم از نوع دارایی‌های منحصر به فرد است از این لحاظ که تقریباً به‌طور کامل تورم را پوشش می‌دهد اگرچه همبستگی پائینی با دارائی‌های ریسکی دیگر دارد. از این‌رو، این اوراق برای متنوع کردن بسیاری از سبد دارائی‌ها استفاده شود (Krämer, ۲۰۱۳: ۱).

بررسی‌ها نشان می‌دهد که طراحی و انتشار این اوراق در قالب اوراق مشارکت در بازار سرمایه ایران با توجه به موازین فقه امامیه امکان‌پذیر است. این پژوهش آغازی جهت پاسخ به این نیاز می‌باشد.

پیشینه تحقیق

تاکنون در ایران پژوهش‌های جامعی پیرامون اوراق مصون از تورم انجام نشده است ولی پژوهش‌های زیادی مرتبط با این ابزار مالی در خارج از کشور وجود دارد که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود:

رودریگز و کانگ (۲۰۱۴) در مقاله‌ای با عنوان "چشم‌انداز ابزارهای مالی با درآمد ثابت: اوراق مصون از تورم" ضمن معرفی این ابزار مالی، عوامل مؤثر بر بازدهی این اوراق، مزیت‌ها، ریسک‌ها، چالش‌ها و عملکرد انتشار این اوراق در سال‌های انتشار آن را نشان داده است.

هوبر (۲۰۱۴) در مقاله "اوراق مصون از تورم" به معرفی اوراق مصون از تورم و ویژگی‌های آن پرداخته و راه‌هایی را به سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق پیشنهاد داده است.

کرامر (۲۰۱۳) در مقاله "مقدمه‌ای بر اوراق مصون از تورم" چرایی طراحی اوراق مصون از تورم، نحوه عملکرد آن، وضعیت انتشار آن در نقاط مختلف دنیا، جزئیات فنی، جنبه‌های ریاضی مالی این اوراق، و عملکرد تاریخی، ارزش‌گذاری و ریسک‌های آن را مورد بررسی قرار داده است.

رینالدی و همکاران (۲۰۰۶) در مقاله "سرمایه‌گذاری در اوراق مصون از تورم" ضمن بیان چرایی و فلسفه اوراق مصون از تورم، سازوکار این اوراق را تبیین کرده‌اند. سپس این اوراق را با اوراق قرضه متداول مقایسه و نحوه سرمایه‌گذاری در آن را توضیح داده‌اند.

هاموند (۲۰۰۲) در مقاله "شناخت و کاربرد اوراق مصون از تورم" ضمن معرفی اوراق مصون از تورم، رفتار این اوراق و آمار انتشار آن، کاربرد آن در پرتفوی را

مورد بررسی قرار داده است.

شن (۱۹۹۸) در مقاله "ویژگی‌ها و ریسک‌های اوراق مصون از تورم" ضمن معرفی ویژگی‌های اوراق مصون از تورم، نحوه کار این نوع اوراق را تشریح کرده و مزیت‌های آن در مقایسه با اوراق قرضه متداول را بیان نموده است. سپس اثر مالیات بر این اوراق را تبیین و در پایان ریسک‌های این اوراق را بررسی نموده است.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در پژوهش‌های ذکر شده جنبه‌های مختلف اوراق مصون از تورم تبیین شده است ولی بُعد طراحی مالی این ابزار در قالب اوراق مشارکت براساس فقه امامیه و متناسب با قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران در هیچ یک از این پژوهش‌ها دیده نمی‌شود. این مقاله در صدد است این خلأ را پر نماید.

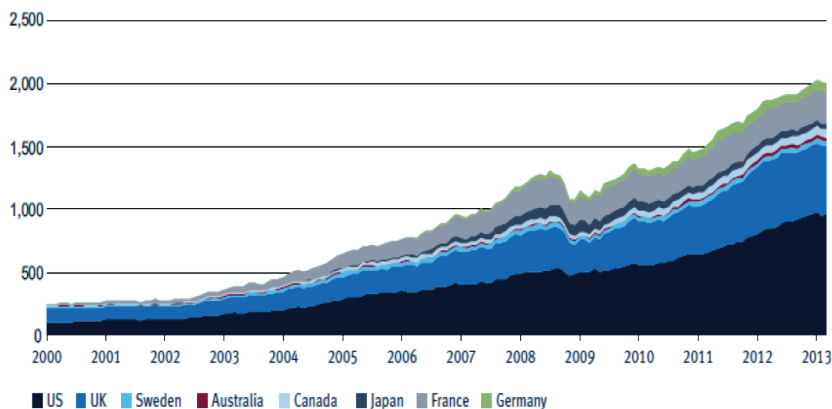
ادبیات موضوع

تاریخچه انتشار اوراق مصون از تورم

در میان کشورهای صنعتی، اولین ناشر این اوراق در سال ۱۹۸۱ انگلیس بود. در حال حاضر این اوراق در انگلیس، کانادا، استرالیا و آمریکا وجود دارد. از زمانی که دولت آمریکا اوراق مصون از تورم خزانهداری را در سال ۱۹۹۷ منتشر، بازار جهانی این اوراق شروع شد. در منطقه اروپا کشورهایمانند فرانسه در سال ۱۹۹۸، ایتالیا در سال ۲۰۰۳، یونان و آلمان در سال ۲۰۰۶ این اوراق را منتشر کردند. در فرانسه این اوراق بر اساس شاخص تورم فرانسه^۵ و شاخص تورم منطقه

اروپا^۱ منتشر شد. ژاپن نیز به‌عنوان یکی از کشورهای عضو گروه هفت در سال ۲۰۰۴ این اوراق را منتشر کرد. سوئد نیز یک ناشر تقریباً بزرگ این اوراق محسوب می‌شود که در سال ۱۹۹۴ آن را منتشر کرد.

بازار اوراق مصون از تورم که نماینده ۴۸ درصد شاخص تورم جهانی بارکلایز است، نسبت به سایر انواع اوراق به‌لحاظ اندازه انتشار پیشی گرفته است. در منطقه اروپا اوراق منتشره نزدیک به ۱۶ درصد رشد داشته است. کشور برزیل نیز نمونه اصلی در این زمینه است و سهم بالایی از شاخص تورم کشورهای نوظهور مربوط به این کشور است. برزیل سابقه زیادی در اوراق مصون از تورم دولتی دارد. این کشور اولین بار در سال ۱۹۶۴ این اوراق را منتشر کرد. برزیل بزرگترین ناشر بازار نوظهور با رقم ۲۰۰ میلیارد دلار می‌باشد. نمودار ذیل رشد ارزش بازار این اوراق را در کشورهای مختلف نشان می‌دهد.

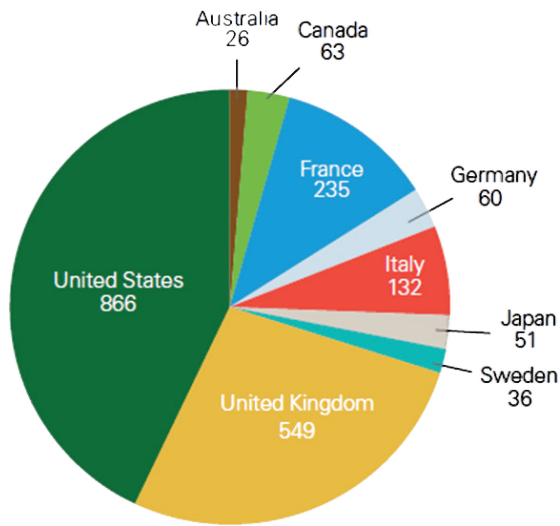


نمودار ۱ - ارزش بازار اوراق قرضه شاخص تورم جهانی بارکلایز

در سال‌های اخیر بازار این اوراق در بازارهای نوظهور به‌ویژه در برزیل، مکزیک، ترکیه و آفریقای جنوبی به‌شدت رشد کرده است. علاوه بر این، چندین ناشر

خصوصی که به‌طور عمده بانک‌ها و صندوق‌های بازنشستگی هستند، نیز این اوراق را منتشر کرده‌اند.

در آوریل ۲۰۱۲، حجم بازار جهانی اوراق مصون از تورم دولتی تقریباً ۲ تریلیون دلار بود. آمریکا با ۸۶۶ میلیارد دلار بزرگترین ناشر و به دنبال آن انگلیس با ۵۴۹ میلیارد دلار، فرانسه با ۲۳۵ میلیارد دلار، ایتالیا با ۱۳۲ میلیارد دلار در رده‌های بعدی هستند. آلمان دیرتر وارد این بازار شده و ۶۰ میلیارد دلار از این اوراق منتشر کرده است. نمودار شماره ۲ این آمارها را نشان می‌دهد.



نمودار ۲ - بازار جهانی اوراق مصون از تورم در آوریل ۲۰۱۲، اعداد به میلیارد دلار آمریکا

تعریف اوراق مصون از تورم

اوراق مصون از تورم، یک ابزار مالی نسبتاً جدید است که سال ۱۹۹۷ در آمریکا معرفی شد. امروزه این اوراق با سررسید ۵ تا ۳۰ ساله منتشر می‌شوند (Hendricks, 2014: 1).

برای فهم بهتر تأثیر نرخ‌های رو به افزایش^۷ بر روی اوراق مصون از تورم، این اوراق را مانند اوراق قرضه انفرادی^۸ در ساختار یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در نظر بگیرید که عوامل عملکردی روی بازدهی کل^۹ آن‌ها (TIPS) اثر می‌گذارد. عملکرد اوراق مصون از تورم در دوره‌ای که نرخ‌ها افزایشی است به تأثیر متقابل نرخ بهره واقعی افزایشی و تورم غیرمنتظره^{۱۰} وابسته است. نرخ بهره واقعی افزایشی تأثیر منفی و تورم غیرقابل انتظار تأثیر مثبت روی قیمت دارد. بنابراین، عملکرد واقعی اوراق مصون از تورم به چرخه نرخ بهره و تورم وابسته است. اوراق مصون از تورم از جهات ذیل با اوراق قرضه عادی خزانه‌داری آمریکا متفاوت است (Rinaldi, ۲۰۰۶: ۳)، (Huber, ۲۰۱۴: ۱۸):

- مبلغ اسمی اوراق قرضه با توجه به تورم تعدیل می‌شود.
- نرخ کوپن بر اساس نرخ بهره واقعی ثابت می‌شود.
- پرداخت کوپن با تغییرات تورم تعدیل می‌شود.

7 rising rates
8 individual bonds
9 total return
10 unexpected inflation

ارزش اسمی اوراق مصون از تورم

ارزش اسمی^{۱۱} اوراق مصون از تورم بر اساس تغییرات تورم به طرف بالا یا پایین تعدیل می‌شود. در آمریکا برای سنجۀ تورم، بخش خزانه‌داری دولت از تغییرات شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری^{۱۲} یا "شاخص قیمت مصرف‌کننده تعدیل شده غیر فصلی"^{۱۳} برای تمام مصرف‌کنندگان شهری استفاده می‌کند. این سنجۀ توسط خزانه‌داری انتخاب شده است زیرا معروف‌ترین و مقبول‌ترین سنجۀ اندازه‌گیری تورم می‌باشد. اگرچه تعدیل تورم می‌تواند روزانه محاسبه شود ولی سرمایه‌گذار تا سررسید، ارزش اسمی تعدیل شده را دریافت نمی‌کند. هم‌چنین، دولت آمریکا ضمانت می‌کند که ارزش اسمی تعدیل شده اوراق بر اساس تورم در سررسید، از ارزش اسمی اولیه^{۱۴} اوراق کم‌تر نخواهد بود. اگر دوره انقباض قیمت‌ها^{۱۵} طولانی باشد، خزانه‌داری آمریکا در سررسید مابه‌التفاوت را با بازگرداندن ارزش اسمی اوراق جبران خواهد کرد.

پرداخت کوپن اوراق مصون از تورم^{۱۶}

کوپن اولیه^{۱۷} اوراق مصون از تورم بر اساس نرخ بهره واقعی است. نرخ بهره اسمی^{۱۸} شامل دو بخش است:

۱. نرخ بهره واقعی که عبارت است از هزینه استفاده از پول برای یک دوره زمانی.

-
- | | |
|----|--|
| 11 | The principal amount |
| 12 | The Consumer Price Index for Urban Consumers (CPI-U) |
| 13 | Non-Seasonally Adjusted Consumer Price Index |
| 14 | original amount |
| 15 | deflation |
| 16 | Coupon Payment |
| 17 | The initial coupon |
| 18 | nominal interest rates |

۲. انتظارات تورمی که عبارت است از تصور بازار از تورم آینده.

به‌دلیل آن‌که اوراق مصون از تورم ویژگی تعدیل تورم را دارد، کوپن اولیه آن بر مبنای نرخ بهره واقعی بازار در زمان انتشار است. این نرخ تقریباً همیشه کمتر از نرخ بهره اسمی است. برای مثال، بازدهی اوراق خزانه ۱۰ ساله در تاریخ ۰/۲۴/۲۰۱۴/۰۵/۳۱، معادل ۲/۴۹ درصد بود در حالی که نرخ واقعی ۱۰ ساله آن ۰/۲۴ درصد بود. این به معنای آن است که بازار انتظار دارد تورم در طول ۱۰ سال ۲/۲۶٪ باشد.

ویژگی تعدیل تورم روی پرداخت کوپن اوراق مصون از تورم، با مفهوم تعدیل تورم در ارزش اسمی اوراق ارتباط دارد. نرخ کوپن در زمان انتشار به‌طور ثابت مشخص شده است. از این‌رو، در پرداخت کوپن شش‌ماهه، نرخ کوپن اعلامی اوراق در ارزش اسمی تعدیل شده براساس تورم ضرب می‌شود. اگر تورم مثبت باشد، و ارزش اسمی اوراق افزایش یابد، پرداخت کوپن اوراق نیز افزایش خواهد یافت (Rodriguez & Kung, ۲۰۱۴: ۱-۲).

تعدیل تورم در اوراق مصون از تورم

مثال فرضی زیر چگونگی تعدیل تورم اوراق در طول یک دوره تورمی را نشان می‌دهد:

- ارزش اسمی اوراق مصون از تورم منتشره: ۱۰۰۰ دلار
- نرخ کوپن: ۳/۵ درصد
- نرخ تورم سالانه: ۲/۲ درصد

۳. افزایش ارزش اسمی: در طول سال، ارزش اسمی اوراق مصون از تورم به ۱۰۲۲ دلار افزایش می‌یابد (۲/۲٪ × ۱۰۰۰ دلار).

افزایش پرداخت کوپن: پرداخت کوپن سرمایه‌گذار از ۳۵ دلار سالیانه ($1000 \times 3/5\%$) به ۳۵/۷۷ دلار سالیانه ($1022 \times 3/5\%$) افزایش می‌یابد. (Hendricks, 2014:2).

سال	اصل اوراق در ابتدا	نرخ تورم	تعدیل اصل	اصل اوراق در پایان	نرخ کوپن	پرداخت کوپن
۱	دلار ۱۰۰۰	۲/۲٪	دلار ۲۲	دلار ۱۰۲۲	۳/۵٪	دلار ۳۵/۷۷
۲	دلار ۱۰۲۲	۰٪	دلار ۰	دلار ۱۰۲۲	۳/۵٪	دلار ۳۵/۷۷
۳	دلار ۱۰۲۲	-۰/۴٪	دلار -۴/۰۹	دلار ۱۰۲۲	۳/۵٪	دلار ۳۵/۶۳

جدول ۱- اوراق مصون از تورم با ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار و نرخ کوپن ۳/۵ درصد

مزیت‌های اوراق مصون از تورم

ریسک اعتباری پایین

یکی از مزیت‌های اصلی اوراق مصون از تورم این است که به پشتوانه دولت آمریکا منتشر می‌شود. این به معنای آن است که ریسک اعتباری این اوراق پایین است. البته این مختص نوع آمریکائی اوراق مصون از تورم نیست و در صورتی که این اوراق توسط خزانه‌داری هر کشوری منتشر شود، ریسک اعتباری آن پایین خواهد بود.

پوشش تورم با نوسانات پایین

در میان انواع دارایی‌هایی که به‌طور معمول برای پوشش تورم استفاده می‌شوند، اوراق مصون از تورم کم‌ترین نوسان را دارد. همان‌گونه که در جدول شماره ۱ نشان داده شده است^{۱۹}، به لحاظ تاریخی، انحراف معیار بازدهی این اوراق در مقایسه با اوراق مالکانه، کالاها یا مستغلات پایین‌تر است (Rodriguez & Kung, 2014: 1-2).

نسبت شارپ	انحراف معیار	بازدهی سالانه	نوع دارایی
%/۰۶۵	%۶/۲۰	%۶/۳۶	اوراق مصون از تورم
%/۰۸۲	%۳/۵۵	%۵/۲۱	اوراق قرضه معتبر آمریکا ^{۲۰}
%/۰۳۵	%۷/۰۳	%۴/۷۷	اوراق قرضه دولت‌های خارجی ^{۲۱}
%/۰۵۲	%۹/۸۴	%۷/۵۰	اوراق قرضه با بازدهی بالا آمریکا ^{۲۲}
%/۰۱۴	%۱۵/۵۱	%۴/۴۲	سهام شرکت‌های آمریکائی ^{۲۳}
%/۰۱۵	%۱۷/۶۵	%۵/۰۱	سهام شرکت‌های خارجی ^{۲۴}
%/۰۳۷	%۲۲/۲۸	%۱۰/۷۱	مستغلات ^{۲۵}
%/۰۱۶	%۲۳/۵۱	%۵/۸۱	کالا ^{۲۶}

جدول ۲- مقایسه انحراف معیار بازدهی اوراق مصون از تورم با سایر انواع دارایی‌های مالی

۱۹ منبع: Morningstar Direct, Bloomberg, Nuven Asset Management. داده‌ها مربوط به اوراق مصون از تورم در بازه ۱۹۹۷/۰۳/۰۱ تا ۲۰۱۳/۱۲/۳۱ می‌باشد.

- 20 U.S. Investment-Grade Bonds
- 21 Foreign Govt. Bonds
- 22 U.S. High-Yield Bonds
- 23 U.S. Stocks
- 24 Foreign Stocks
- 25 Real Estate
- 26 Commodities

تنوع بخشی

اوراق مصون از تورم نوعی دارایی متمایز است بنابراین، با سایر انواع معمول سرمایه گذاری متفاوت می باشد. نمودار ۱ نشان می دهد^{۲۷} که اوراق مصون از تورم همبستگی کمی با سرمایه گذاری های با درآمد ثابت معمول و مالکانه دارد. این امر موجب می شود که اوراق مصون از تورم یک متنوع کننده پرتفوی با ارزش^{۲۸} باشد.

ریسک های اوراق مصون از تورم

اوراق مصون از تورم مانند هر نوع دارایی مالی برخی ریسک ها را دارد.

تورم

ماهیت این اوراق آن را از تورم مصون می کند اما این مصونیت کامل نیست. شاخص قیمت مصرف کننده شهری نماینده سبیدی از کالاها و خدمات است که به طور کامل گویای هزینه های خانوار نیست بنابراین، این اوراق، تورم را به طور کامل پوشش نمی دهد.

نوسان تورم

در زمان تعدیل اصل اوراق، خزانه داری از شاخص قیمت مصرف کننده شهری غیر فصلی استفاده می کند. این شاخص تورم شهری نوسان ماه به ماه را به طور تاریخی نشان می دهد. بر مبنای ارزش این شاخص، توزیع بازدهی حاصل از صندوق سرمایه گذاری در اوراق مصون از تورم می تواند ماه به ماه افزایش یا کاهش یابد.

انقباض قیمت‌ها

این مسأله زمانی رخ می‌دهد که یک کاهش پیوسته در سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات وجود دارد و در این صورت شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری زیر صفر درصد است. انقباض قیمت‌ها موجب افزایش ارزش واقعی پول می‌شود. در طول دوره انقباض قیمت‌ها، قیمت اسمی اوراق می‌تواند به‌طور منفی تأثیر بپذیرد که در نهایت روی درآمد اوراق اثر گذاشته و کوپن ثابت اوراق برای مبلغ اسمی کمتر استفاده می‌شود. در نتیجه، در مبلغ اصل نهائی پرداختی به سرمایه‌گذار در سررسید این اوراق کمتر از مبلغ اصل اوراق یا معادل ارزش اسمی آن خواهد بود. اگر انقباض قیمتی تجمعی خالص بین تاریخ اولیه انتشار اوراق و تاریخ سررسید آن وجود داشته باشد، به سرمایه‌گذار بیش‌تر از ارزش اصل تعدیل شده (بر مبنای انقباض قیمت‌ها) پرداخت می‌شود و در این صورت بازدهی واقعی بالاتر خواهد بود.

ریسک نرخ بهره

همیشه این امکان وجود دارد که نرخ بهره افزایش یابد به ویژه در طول دوره‌ای که تورم بالا و پایدار است. اوراق مصون از تورم زمانی که نرخ بهره به دلیل تورم فزاینده بالا می‌رود، عملکرد خوبی دارد. این اوراق می‌تواند عملکرد غیرمنتظره‌تر از ارزش اسمی داشته باشد زمانی که نرخ بهره افزایش می‌یابد در حالی که تورم کم می‌شود. بنابراین لازم است تا به یک جزء مهم از ریسک نرخ بهره یعنی دیرش توجه شود. دیرش معیار سنجش حساسیت قیمت اوراق نسبت به تغییرات نرخ بهره است. دیرش معمولاً به‌عنوان تغییر درصدی تقریبی در قیمت اوراق به ازای bp ۱۰۰ یا ۰/۰۱ درصد تغییر در نرخ بهره است. به‌عنوان مثال، اگر دیرش اوراق مصون از تورم ۷ باشد آن‌گاه به‌ازای افزایش نرخ بهره bp ۱۰۰، قیمت اوراق ۷ درصد کاهش خواهد یافت و برعکس. دیرش معمولاً با افزایش سررسید افزایش می‌یابد بنابراین اوراق با سررسید بلندمدت‌تر ریسک نرخ بهره بیش‌تری نسبت به اوراق با سررسید کوتاه‌تر دارند.

اوراق مشارکت، تعریف و تاریخچه

نخستین اوراق بهادار اسلامی یا صکوک در ایران اوراق مشارکت است که اولین مقررات ناظر بر انتشار در سال ۱۳۷۳ به تصویب شورای پول و اعتبار بانک مرکزی رسید و جایگزین مقررات مربوط به اوراق قرضه گردید (موسویان و سروش، ۱۳۹۰: ۳۱) سپس در همان سال شهرداری تهران در جایگاه ناشر، نخستین اوراق مشارکت را به میزان ۲۵۰ میلیارد ریال، جهت اجرای طرح نواب منتشر نمود (اداره اعتبارات بانک مرکزی، ۷۳) آنگاه در سال ۱۳۷۶ قانون دائمی نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس رسید.

براساس قانون، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع انتشار اوراق را دارند، واگذار می‌گردد (قانون اوراق مشارکت، ۱۳۷۶) مدت قرارداد مشارکت مشخص است، دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود، سود اوراق را می‌توان انتهای دوره یا با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن‌جا که اوراق مشارکت اوراق بهاداری است که بیان‌گر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانوی معامله کرد. بنابراین اوراق مشارکت در گروه ابزارهای مالی انتفاعی با درآمد متغیر قرار دارد و می‌توان از آن برای تأمین مالی انواع پروژه‌هایی که امکان طراحی آن‌ها بر اساس عقد مشارکت وجود دارد استفاده کرد. از این رو است که در قانون، انتشار این ابزار برای دولت را تنها برای طرح‌های عمرانی انتفاعی مجاز دانسته است (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۳۶۵).

امکان‌سنجی فقهی انتشار اوراق مشارکت مصون از تورم

عقد شرکت و ماهیت فقهی اوراق مشارکت

عقد شرکت یکی از عقود شرعی است. که در تعرف آن آمده است. شرکت عقدی عبارت است از قرارداد میان دو یا چند نفر بر معامله و تجارت با مال مشترک یا عقدی که ثمره آن جواز تصرف مالکان در مال مشترک و تجارت با آن است (سبزواری، ۱۴۱۳ ق، ج ۲۰، ص ۲۸). بر صحت عقد شرکت ادعای اجماع شده است (حلی، ۱۴۱۴ ق، ج ۱۴، ص ۳۴۹) و صیغه آن نیز، هر لفظی است که دلالت بر راضی بودن به شراکت کند (شهید ثانی، ۱۴۱۰ ق، ج ۴، ص ۱۲۱) به اعتقاد مشهور فقیهان عقد شرکت عقدی جایز است هر چند برخی معاصران، آن را لازم دانسته‌اند (سبزواری، همان) جواز عقد شرکت باعث می‌شود هر یک از شریکان نسبت به ادامه شرکت به وسیله دیگری اطمینان نداشته باشد. برای تبدیل جواز عقد به لزوم آن، عدم فسخ عقد تا زمان معین در ضمن عقد لازم دیگری شرط می‌شود (سبزواری، همان، ص ۳۰).

اطلاق عقد شرکت اقتضا دارد که سود و زیان بر هر دو شریک به نسبت مالشان تقسیم شود، پس اگر مال‌ها مساوی باشند در نفع و ضرر مساوی می‌باشند، وگرنه به حسب تفاوت مالشان، از سود و زیان متفاوت برخوردار می‌شوند. ممکن است در عقد شرکت، به‌رغم تساوی شرکا در مال، تفاوت آن‌ها در سود شرط شود، و یا با تفاوت در مال، تساوی در سود شرط شود. پس اگر سود زیادی برای کسی که کار بیشتری انجام می‌دهد، قرار داده شود، بدون اشکال صحیح است و اگر سود زیادی برای کسی شرط شود که عمل بیشتری نسبت به بقیه شرکا انجام نداده است، در صحت آن اقوال مختلفی وجود دارد.^{۲۹} برخی عقد و شرط را با هم باطل می‌دانند، برخی عقد را صحیح دانسته و حکم به بطلان شرط می‌دهند و برخی

۲۹ خمینی، سید روح‌الله موسوی، تحریر الوسیله، مؤسسه مطبوعات دارالعلم، قم - ایران، اول، بی‌تا، ج ۱، ص ۶۲۶.

نیز هم عقد و هم شرط را صحیح می‌دانند.^{۳۰} در بین فقهای متقدم، سید مرتضی و در میان فقهای متأخر، امام خمینی قول اخیر را اقوی می‌دانند.

با انتشار اوراق مشارکت طبق این تعریف از عقد شرکت، یک فعالیت اقتصادی مشاع راه می‌افتد. سرمایه‌گذاران و خریداران این اوراق در حقیقت در طرح مورد نظر شریک می‌شوند و با عقد شرعی شرکت، سرمایه‌گذاری در طرح مورد نظر شروع می‌شود؛ بنابراین تمام احکام فقهی عقد شرکت در این اوراق نیز جاری است و احکام الزامی آن باید رعایت گردد.

اوراق مشارکت مصون از تورم

در اوراق مشارکت عادی در دوره مشارکت، سود ثابتی از طرف ناشر به عنوان علی‌الحساب به صاحبان اوراق قرض داده می‌شود و در سررسید سود واقعی محاسبه و همراه با اصل سرمایه با آنان تسویه می‌شود. اما در اوراق مشارکت مصون از تورم یا اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب شناور که در چند مدل قابل طراحی است، نرخ سود علی‌الحساب پرداختی بر اساس شاخص تورم و طبق فرمول معینی تعدیل می‌شود.

شاخص تورم می‌تواند به صورت تورم کل سالانه یا بر اساس تورم بخشی یا شاخص تورم تولیدکننده تعیین گردد. تعیین فرمول نرخ سود علی‌الحساب که عبارت است از نرخ تورم هر دوره به علاوه درصد مشخص، بر اساس شاخص‌های کلان اقتصادی و مهندسی مالی اوراق صورت می‌گیرد (مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار؛ ۱۳۹۳) و تمامی ارکانی که در اوراق مشارکت معمول وجود دارد در این نوع از اوراق مشارکت نیز حضور دارند.

مدل‌های اوراق مشارکت مصون از تورم

اوراق مشارکت مصون از تورم را می‌توان در سه مدل تصویر کرد:

اوراق مشارکت با سود علی‌الحساب شناور

در این مدل، سود علی‌الحساب اوراق مشارکت که بر مبنای نرخ تورم به اضافه درصد مشخص تعیین می‌شود، از طرف بانی یا ناشر به دارندگان اوراق به عنوان قرض پرداخت می‌شود تا در سررسید بر مبنای سود واقعی پروژه تسویه حساب گردد. به عبارت دیگر تنها تفاوت این مدل با اوراق مشارکت عادی این است که سود علی‌الحساب این اوراق طبق توافق شرکا (بانی و صاحبان اوراق) متغیر و تابعی از نرخ تورم است.

اصل حاکمیت اراده و ثبات قراردادها اقتضا می‌کند که توافق متعاملین، محترم و الزام‌آور باشد و تغییری در آن صورت نگیرد. ماده ۱۰ قانون مدنی ایران، اصل آزادی قراردادها تأیید قرار داده و می‌گوید: "قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد کرده‌اند در صورتی که خلاف صریح قانون نباشد، نافذ است".

مطابق همین اصل حاکمیت اراده و آزادی قراردادها، متعاقدين می‌توانند شرطی در قرارداد خود پیش‌بینی نمایند که به موجب آن تحت شرایط معینی، متن قرارداد و شرایط مندرج در آن مورد تعدیل واقع شود که این امر به تعدیل قراردادی مشهور است.

تعدیل قرارداد به دو قسم توافقی و قانونی تقسیم می‌شود. در نوع توافقی، بر حسب توافق و مطابق قاعده، طرفین قرارداد را مورد بازنگری قرار می‌دهند و عوضین را تعدیل می‌کنند. تعدیل قانونی عنوانی است برای اصلاح و تغییری که در قراردادها بدون استناد به توافق طرفین عقد، صورت می‌پذیرد. به‌طور مثال،

قانون گذار در خصوص مهریه گذشته، چنانچه پول باشد، آن را به نرخ روز حساب می‌کند. این مورد از جمله تعدیل‌هایی است که بدون توافق متعاقدین بوده و از سوی قانون گذار صورت گرفته است.

حال باید این شرط تعدیل قرارداد را از منظر فقهی مورد بررسی قرار داده و انطباق آن را با کلیات ادله عقود تحلیل کرد تا در صورت شرعی بودن، از آن به عنوان روشی برای شناور بودن سود علی‌الحساب در اوراق مشارکت مصون از تورم استفاده شود. تعدیل توافقی قرارداد به دو صورت کلی قابل تصور است:

- ۱) تعدیلی که در متن عقد مورد توافق قرار گرفته و پیش‌بینی می‌شود،
- ۲) تعدیلی که در متن عقد پیش‌بینی نشده ولی پس از عقد به استناد توافق طرفین انجام می‌پذیرد.

تعدیلی که در متن مورد توافق قرار می‌گیرد ممکن است دو حالت داشته باشد:

الف) تعدیلی که مبنای آن مشخص است مانند آن که در عقد اجاره پیش‌بینی کنند که در صورت وقوع فلان پیشامد، بهای انجام کار اجیر از هزار تومان به پانصد تومان (کمتر از اجاره مقرر) یا دو هزار تومان (بیشتر از اجاره مقرر) تغییر یابد. اوراق مشارکت مصون از تورم دارای سود علی‌الحساب شناور را نیز می‌توان از همین نوع قرار داد. زیرا همان‌طور که از نظر گذشت، در این اوراق سهم‌الشرکه مجهول نیست بلکه سازوکار و مبنای تعیین آن کاملاً مشخص و معلوم می‌باشد. بنابراین، همان سازوکار را می‌توان مبنای مشخص کردن تعدیل قرارداد در اوراق مشارکت قرار داد.

تعدیل توافقی قرارداد، نوعی شرط ضمن عقد است که شرط یاد شده حاوی نوعی تعلیق است چرا که مفاد آن انجام تعدیل در صورت وقوع امر مورد نظر (مثلاً بروز حادثه غیر مترقبه) می‌باشد. بنابراین، باید روشن شود که شرط معلق چه حکمی دارد؟ یک دیدگاه می‌گوید چنین شرطی باطل است و دیدگاه دیگر

معتقد به صحت چنین شرطی می‌باشد.

نظر برگزیده در باب تعلیق عقود و ایقاعات این است که جز اجماع، دلیلی برای بطلان تعلیق در دست نیست و چون اجماع در شمار ادله لَبّی قرار داشته و اکتفا بر قدر متیقّن در این نوع ادله ضرورت دارد، (سید اشرفی، ۱۳۸۵، ش، ج ۳؛ ص ۴۳۶) باید بر مورد متیقّن آن یعنی عقد بیع و نظایرش اکتفا کرد و از توسعه حکم به شرط، خودداری نمود. بنابراین به هیچ عنوان دلیلی بر بطلان شرط معلق وجود نخواهد داشت. از طرفی هم عمومات ادله شروط و ادله‌ای که به‌طور خاص در مورد شرط معلق آمده است، صحت شرط معلق را اثبات می‌کند. در نتیجه، تعدیل توافقی قرارداد در صورت نخست آن (بر مبنای معلوم) صحیح بوده و از نظر ادله شرعی اشکال ندارد.

ب) تعدیلی که مبنای آن مجهول است. مانند آن که در مثال بالا، تنها بازنگری در قیمت انجام کار و تعدیل آن متناسب با شرایط جدید در صورت وقوع پیشامد مورد نظر، پیش‌بینی گردیده بدون آن که میزان تغییر معلوم شود. بازگشت این نوع از تعدیل قرارداد، به شرط مجهول است. علمای امامیه در اصل بطلان شرط مجهول اتفاق نظر داشته و آن را پذیرفته‌اند (نجفی، ۱۴۰۴، ق، ج ۲۳، ص ۱۹۹) اگرچه در محدوده و تفسیر شرط مجهول با یکدیگر اختلاف دارند؛ برخی شرط مجهول را به‌طور مطلق و برخی نیز شرط مجهول را تنها در صورتی که منجر به پیدایش غرر گردد، باطل می‌دانند.

همان‌طور که اشاره شد در شناور بودن سود علی‌الحساب در اوراق مشارکت بر مبنای شرط تعدیل قرارداد، بر اساس مبنای مجهول نیست تا از قسم تعدیل قراردادی باشد بلکه این تعدیل، با ضابطه و مبنای کاملاً مشخص و معلوم در ضمن عقد شرط خواهد شد.

اما تعدیلی که در متن عقد پیش‌بینی نشده ولی پس از عقد به استناد توافق

طرفین انجام می‌پذیرد نیز بر اساس نحوه توافق طرفین، حالت‌های مختلفی دارد. با توجه به این که در اوراق مشارکت مصون از تورم، سازوکار و مبنای شناور بودن سود علی‌الحساب در متن عقد صورت می‌گیرد، بررسی این نوع از تعدیل قرارداد لازم نیست.

اوراق مشارکت مصون از تورم دارای حق اختیار فروش

در این مدل ضمن عقد شرکت، ناشر به دارندگان اوراق مشارکت این حق را می‌دهد که افزون بر دریافت سود علی‌الحساب دوره‌ای به صورت تابعی از تورم، چه در مقاطع دوره‌ای پرداخت سود علی‌الحساب و چه در سررسید نهایی بتوانند سهم شرکت خود را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند. نتیجه این مدل این خواهد بود که دارندگان اوراق در صورت تمایل می‌توانند تا سررسید و در سررسید، افزون بر اصل سرمایه، سودی معادل تورم بعلاوه درصدی معین گرفته از مشارکت خارج شوند.

اختیار معامله، قراردادی است که طبق آن خریدار اختیار، با پرداخت وجهی به فروشنده اختیار، حق خرید یا فروش دارایی مشخصی را با قیمت معین، در آینده به دست می‌آورد، بدون این که متعهد به چنین خرید یا فروشی باشد (Hudson, ۲۰۰۶, p. ۲۸ / Cuthbertson & Nitzsche, ۲۰۰۰, p. ۱۶۹ / گلریز، ۱۳۸۰، ص ۳۰۷ / درخشان، ۱۳۸۳، ص ۱۹۲ / فطانت و آقاپور، ۱۳۸۰، ص ۱۶ / برواری، ۲۰۰۲، ص ۲۲۲).

در اختیار معامله یک طرف در جایگاه فروشنده اختیار در ازای دریافت مبلغی معین، به‌عنوان قیمت اختیار از طرف مقابل در جایگاه خریدار اختیار، متعهد می‌شود که در صورت مطالبه وی دارایی معینی را در ازای مبلغی معین و در تاریخ

معین یا پیش از آن به وی بفروشد. قرارداد پیش گفته برای خریدار هیچ‌گونه تعهدی پدید نمی‌آورد؛ در حالی که فروشنده متعهد شده است که در صورت تصمیم خریدار به خرید و استفاده از حق خود، دارایی پایه را به وی به قیمت توافق شده نه قیمت جاری، تحویل دهد. سود فروشنده فقط به اندازه مبلغ حق امتیاز است که خریدار به وی پرداخته است؛ اما زیان وی تابع قیمت در بازار است. تاریخ انقضا (Expiration Date) مشخص‌کننده وضعیت عمر قراردادهای پیش گفته است (معصومی‌نیا و سیدی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۱۵۱).

راه‌های بیع حق، و تعهد به‌عنوان راه‌های تصحیح اختیار معامله رایج و راه‌های وکالت، هبه معوضه و اسقاط حق به‌عنوان راه‌حل‌های جایگزین مطرح شده است (معصومی‌نیا و سیدی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۱۷۲).

تفاوتی که در اختیار معامله این اوراق وجود دارد این است که اختیار معامله نه به‌عنوان یک عقد مستقل بلکه به‌عنوان شرطی در ضمن عقد شرکت لحاظ می‌شود که در این صورت نیازی به تصحیح آن در قالب‌های گذشته نیست.

اوراق مشارکت مصون از تورم دارای حق اختیار فروش و حق اختیار خرید

در این مدل نیز ناشر افزو بر پرداخت سود علی‌الحساب مبتنی بر تورم به صورت قرض، ضمن عقد شرکت، به دارندگان اوراق مشارکت این حق را می‌دهد که چه در مقاطع دوره‌ای پرداخت سود علی‌الحساب و چه در سررسید نهایی، بتوانند سهم‌الشرکه خود را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند، کما اینکه خریداران اوراق به ناشر این حق را می‌دهند که ناشر (در صورت مجاز بودن به خرید) در سررسید مقرر اختیار

خرید اوراق بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) را داشته باشد. قراردادهای اختیار معامله (اختیار خرید و اختیار فروش) از سنخ تعهدات هستند به این بیان که فروشنده اختیار، متعهد می‌شود در صورت درخواست مشتری، کالا یا سهام معینی را به قیمت معین خرید یا فروش کند و در مقابل این تعهد از مشتری وجهی دریافت می‌کند که به آن قیمت اختیار معامله می‌گویند. به عبارت دیگر خریدار اختیار، با پرداخت مبلغی تعهد فرد دیگری مبنی بر انجام عمل حقوقی خرید یا فروش را خریداری می‌کند. بنا بر این قرارداد اختیار معامله از نظر فقهی، قراردادی مستحدث خواهد بود.

قرارداد مستحدث، مبتنی بر نظریه عدم انحصار عقود شرعی در عقود معهود بوده و به عبارت دیگر به عدم توقیفی بودن عقود فقهی باز می‌گردد. این نظریه، در ادبیات حقوقدانان بیشتر با اصطلاح "حاکمیت اراده" و اصل "آزادی قراردادها" بیان می‌شود. (کاتوزیان، ۱۳۷۱ ش، ص ۲) بر طبق این نظر هر نوع عقد و قراردادی که بین متعاقدين، مطابق با عمومات و اطلاقات ادله معاملات تحقق یابد، صحیح و مشروع خواهد بود هر چند که در قالب یکی از عقود متعارف فقهی نبوده باشد.

اصل حاکمیت اراده ایجاب می‌کند که وقتی افراد بر اساس اختیار در معاملات خود به نوع خاصی از اراده و توافق رسیدند در صورتی که تعهدات آن‌ها با ضوابط کلی که از طرف اسلام برای عموم قراردادهای مشخص شده هماهنگ باشد و کیفیت توافق آن‌ها موجب نادیده گرفتن حدود و مقررات نگردد و به عبارت دیگر حلالی حرام و حرامی حلال نشود، قرارداد آن‌ها مشروع باشد. دلیل ندارد که حتماً تعهدات متقابل و معاملات، به همان عقود معین برگردانده شود. این مطلبی است که امروزه بسیاری از فقهاء آن را مورد تأیید قرار داده اند (عبداللهی، ۱۳۷۱ ش، ص ۷۲).

بر اساس اصل حاکمیت اراده یا آزادی قراردادها، متعاقدين آزاد هستند که نوع

و آثار قرارداد خود را در چهارچوب عمومات ادله صحت عقود به دلخواه تعیین کنند و تعهدات ناشی از قرارداد برای طرفین الزام آور خواهد بود.

با توجه به ماهیت قرارداد اختیار معامله که قرارداد جدیدی است در صورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت ربا، می‌تواند قرارداد صحیحی باشد. و با توجه به اینکه در قراردادهای اختیار معامله (اختیار خرید و اختیار فروش) این ضوابط رعایت می‌شود این معاملات محکوم به صحت خواهند بود.

بعد از تعهد فروشنده و دریافت وجه، مشتری حق اختیار خرید یا فروش پیدا می‌کند، مشتری می‌تواند در سررسید، این حق را اعمال کند یا از آن دست بردارد کما اینکه قبل از سررسید می‌تواند این حق را به دیگری بفروشد. در نتیجه معاملات بعدی اختیار معامله از سنخ خرید و فروش حق خواهد بود.

در مورد خرید و فروش حق، در بین فقهاء اختلاف نظر وجود دارد؛ در مقابل اکثر فقیهان که عینیت را در مبیع شرط می‌دانند، برخی نیز دلیلی بر اختصاص مبیع به اعیان قائل نبوده، بلکه آن را اعم از اعیان، منافع و حقوق می‌دانند. بنا بر نظر این عده از فقهاء، فروش سرقفلی، حق انشعاب آب و برق و تلفن در بین عقلاء امری رایج و متداول است و به این دلیل معتقدند که: "ممکن نیست از اجرای احکام بیع بر فروش این قبیل حقوق مانع شویم، زیرا فروش آن‌ها در نزد عرف شایع است به طوری که همه آن را قبول دارند و مانعی از اطلاق بیع بر آن‌ها نیز وجود ندارد و عمومات کتاب و سنت نیز شامل حال آن‌ها است" (مکارم شیرازی، ۱۴۲۵ ق، صص ۱۴-۱۵).

امام خمینی (ره) نیز ضمن رد شرط عینیت در مبیع، در تأیید این که لازم نیست مبیع عین باشد، می‌فرماید: "همه می‌پذیرند که اگر عوض عین نباشد، بیع صحیح است. از آنجا که فرق بین عوض و معوض فقط اعتبار انشاء است و اما

در واقع هر یک از آن‌ها، عوض دیگری است، پس ماهیت بیع مبادله بین آن‌ها می‌باشد و هر یک از آن‌ها عوض دیگری قرار داده شود، پس عین، بدل از ثمن است و ثمن، بدل از عین می‌باشد. بنابراین چنان که در جانب ثمن (عوض) عینیت شرط نیست، در جانب عوض دیگر (مبیع) نیز عینیت شرط نمی‌باشد؛ زیرا بین این دو از جهت عوض و معوض بودن فرقی نیست (فرق بین آن دو اعتباری است نه واقعی)" (خمینی، ۱۴۲۱ ق، ج ۱، صص ۳۲-۳۱). نکته قابل توجه این است که در این مدل نیز حق اختیار خرید یا حق اختیار فروش نه به عنوان یک قرارداد مستقل بلکه به عنوان شرط ضمن عقد شرکت خواهد بود.

بازار اولی و ثانوی اوراق مشارکت مصون از تورم

در بازار اولیه اوراق مشارکت، ناشر، سرمایه‌گذاران را برای اجرای طرح‌های عمرانی-انتفاعی به مشارکت می‌طلبد و برای تشویق سرمایه‌گذاران بازپرداخت اصل سرمایه و پرداخت دوره‌های سود علی‌الحساب شناور را تعهد می‌نماید. همان‌طور که مشخص است، این فرآیند عقد بیع نیست و آنچه تحت عنوان خرید و فروش اوراق مشارکت مصون از تورم مطرح می‌شود، مسامحه در تعبیر و مجاز است و آنچه در واقع اتفاق می‌افتد تشکیل شرکت عقدی بین ناشر و صاحبان اوراق مشارکت است. ولی قرارداد بازار ثانوی اوراق مشارکت مصون از تورم، واقعاً بیع است زیرا در این بازار، دارنده اوراق، سهم‌الشرکه خود از دارایی موضوع مشارکت را به شخص ثالث فروخته و شخص ثالث جایگزین وی در قرارداد شرکت می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱ ش، ص ۶۴۰).

حال لازم است رعایت قواعد اصلی معاملات در مورد معاملات بازار اولیه و ثانویه اوراق مشارکت مصون از تورم بررسی گردد.

بررسی قاعده ممنوعیت غرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

یکی از قواعد عمومی معاملات ممنوعیت غرر در ارکان اصلی قرارداد است. در اوراق مشارکت مصون از تورم ممکن است گفته شود از آنجا که حین انعقاد قرارداد نرخ تورم آینده مجهول است سودهای علی‌الحساب نیز مجهول خواهد بود پس هر سه مدل اوراق مشارکت مصون از تورم با مجهول بودن سود مواجه هستند افزون بر این در مدل نوع دوم و سوم قیمت خرید و فروش اوراق بر اساس اعمال اختیار خرید یا فروش نیز مشخص نیست در نتیجه قیمت اوراق مشارکت در فروش‌های مجدد مجهول خواهد بود و همه اینها باعث غرری شدن شرکت می‌شود.

چون اکثر فقها، مجهول بودن ثمن را سبب غرری و بطلان عقد می‌دانند، حتی واگذاری تعیین ثمن به وسیله یکی از متعاقدين یا شخص ثالث را نپذیرفته‌اند. شهید ثانی در این رابطه معتقد است که اگر قراردادی منعقد شود و تعیین ثمن در آینده به عهده متعاملین یا شخص ثالث باشد، چنین قراردادی به علت غرری بودن باطل است (شهیدثانی، ۱۴۱۰ ق، ج ۳، ص ۲۶۴). قانون مدنی ایران نیز با توجه به پیشینه فقهی، معلوم و معین بودن مورد معامله از جمله ثمن را شرط اساسی صحت قراردادهای ذکر کرده است.

در جواب از این شبهه می‌توان گفت:

اولاً؛ از آنجایی که غرر اصطلاحی شرعی نیست بلکه دارای مفهوم عرفی است (مراغی، ۱۴۱۷ ق، ج ۲، ص ۳۲۰) پس اگر ثابت شود که مفهوم غرر در عرف تغییر یافته است، به دنبال آن، حکم نیز تغییر خواهد یافت. زیرا شبهه حکمیه در این خصوص وجود ندارد و آنچه محل تردید است، تعیین مصداق غرر یا همان شبهه موضوعیه است. پس اگر در نوع خاصی از معاملات، ثمن در حین انعقاد عقد به صورت مبلغ، معین نشده باشد، اما ضابطه تعیین آن مورد توافق طرفین است،

بایستی به این سؤال پاسخ داده شود که چنین معامله‌ای از دید عرف مصداق غرر است یا خیر، و در صورت منفی بودن پاسخ، می‌توان حکم به صحّت آن معامله داد.

به عبارت دیگر معنای عرفی هر لفظی از مراجعه به اهل لغت که کاربردهای عرفی واژه‌ها را جمع‌آوری می‌کنند، شناخته می‌شود. در کتاب‌های لغت، برای واژه غرر معانی گوناگونی ذکر شده است. ملا احمد نراقی (ره) پس از بحث فراوانی که درباره غرر از منظر لغت‌شناسان بحث نموده است، در نهایت نظر آنان را این چنین جمع‌بندی می‌کند: "سخن ایشان در معنای غرر، در یک معنا تطابق دارد و آن این است که غرر اسم مصدر از تغریر است و تغریر به معنای در معرض هلاکت قرار گرفتن، و غرر به معنای خطر است و خطر به معنای مصدری آن، در شرف هلاکت واقع شدن معنا می‌دهد؛ یعنی احتمال راجح یا مساوی در وقوع تلف و تباه شدن امری است (نراقی، ۱۴۱۷ ق، ص ۸۹) بنابر این گرچه در اوراق مصون از تورم حین معامله مبلغ سود یا ثمن معین نشده اما چون ضابطه تعیین آن به توافق طرفین رسیده مانع از خطر و هلاکت اموال است.

ثانیا؛ فقیهان امامیه در مورد واژه غرر در حدیث نبوی "نهی النبى عن بيع الغرر" (حرّ عاملی، ۱۴۰۹ ق، ج ۱۷، ص ۴۴۸) اختلاف نظر دارند. شیخ انصاری (ره) از گفتار اهل لغت چنین نتیجه گرفته که در معنای غرر، مجهول بودن اخذ شده است (انصاری، ۱۴۱۵ ق، ج ۴، ص ۱۷۸) ولی برخی فقها به این نتیجه‌گیری ایراد گرفته و گفته‌اند که در هیچ یک از کتاب‌های لغت، غرر به جهالت تفسیر نشده است (خمینی، بی‌تا، ج ۳، ص ۲۹۶). شهید اول (ره) با عنایت به این که غرر غیر از جهل است، رابطه آن‌ها را عموم و خصوص من وجه می‌داند؛ به این صورت که در برخی موارد، غرر وجود دارد ولی مورد معامله مجهول نمی‌باشد. در برخی از موارد هم مورد معامله مجهول است ولی غرر و خطری در قرارداد به نظر نمی‌رسد (شهید اول، بی‌تا، ص ۱۳۷). میرزای قمی (ره) نیز همین نظر را در رابطه با غرر و

جهل دارد (میرزای قمی، ۱۴۱۳ق، ج ۲، ص ۱۶) صاحب جواهر غرر را به معنای خطر گرفته است؛ البته نه مطلق خطر، بلکه خطری که ناشی از جهل به اوصاف و مقدار مورد معامله باشد (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص ۳۸۸).

بنابراین برای کلمه غرر، در کتاب‌های لغت و کلام فقها، معانی فراوانی آمده است ولی آن‌چه بیشتر با حدیث "نهی النبی عن بیع الغرر" تناسب دارد، دو معنای خدعه و خطر است. هر چند در کتاب‌های لغت غرر به معنای جهل نیامده اما به هریک از این دو معنای مذکور که باشد، می‌تواند مجهول بودن مورد معامله را نیز در برگیرد؛ زیرا شخصی که شناخت کافی از موضوع قرارداد ندارد، این معامله برای وی خطری است، چون ممکن است فریب خورده و تصورات او از مورد معامله بر خلاف واقع درآید و به این ترتیب، مال خود را بیپهوده از دست بدهد. به عبارت دیگر، آن‌چه در حدیث غرر، مورد نهی پیامبر اکرم صلی‌الله علیه و آله و سلم قرار گرفته، بیع و یا هرگونه قراردادی است که مشتمل بر نوعی فریب یا مخاطره است، خواه این فریب یا خطر به دلیل مجهول بودن مورد معامله و یا چیز دیگری مانند تردید در قدرت تسلیم باشد (وحدتی، ۱۳۷۹ش، ص ۵۹) بنابراین ممکن است در قراردادی جهلی هم وجود داشته باشد، ولی غرری تحقق نیابد.

ثالثاً؛ اگر غرر به معنای جهل هم اخذ شود، در اوراق مشارکت مصون از تورم، سود علی‌الحساب و قیمت سهم‌الشرکه در سررسید، به‌طور کلی مجهول نیست، بلکه طرفین به‌جای تعیین قطعی و نهایی قیمت سهم‌الشرکه در سررسید، هنگام تشکیل عقد، به یک توافق در مورد آن می‌رسند و معیاری را برای تعیین قیمت سهم‌الشرکه در آینده ارائه می‌دهند. به عبارت دیگر، می‌توان مشخص کردن فرمول و سازوکار تعیین قیمت سهم‌الشرکه را نیز از مصادیق تعیین قیمت سهم‌الشرکه دانست. این معامله با قراردادی که قیمت سهم‌الشرکه آن به‌طور کامل مجهول می‌باشد تفاوت دارد.

به همین جهت است که صاحب حدائق (ره)، در صورت مجهول بودن ثمن

و عدم تعیین آن در حین انعقاد قرارداد، قیمت متداول در بازار را جانشین ثمن مجهول می‌داند. ایشان به استناد روایتی، اساساً جهل به ثمن را موجب بطلان بیع نمی‌داند. وی معتقد است که در صورت مجهول بودن ثمن، مبیع به طور عادلانه "تقویم" می‌شود و ثمن پرداخت می‌شود. وی نظر مقدس اردبیلی (ره) را نیز آورده که براساس همین روایت، "قیمت سوقیه" (بهای روز) را جانشین ثمن مجهول می‌دانسته ولی برای پرهیز از مخالفت با "اجماع"، این حکم را به همان مورد خاص که در روایت آمده، منحصر دانسته است (بحرانی، ۱۴۰۵ ق، ج ۱۸، ص ۴۶۰). مفاد حدیثی که صاحب حدائق (ره) به آن استناد می‌کند این است که فروشنده و خریدار توافق انجام بیع می‌کنند اما قیمت مبیع را مشتری، بعداً تعیین نماید. به عبارت دیگر، پیش از تشکیل قرارداد بیع و یا همزمان با آن، ثمن معین نیست و تعیین آن به آینده سپرده شده و انجام آن به مشتری واگذار شده است. بر اساس همین توافق، مشتری متاع (کالا) را تحویل می‌گیرد و در آن تصرفات مالکانه می‌کند. سپس مبلغی را به عنوان قیمت برای فروشنده ارسال می‌دارد؛ اما فروشنده از پذیرش آن خودداری می‌کند. امام علیه السلام چنین حکم می‌فرماید: قیمت عادلانه (متعارف) متاع معلوم شود. اگر قیمت عادلانه از آن چه که خریدار برای مشتری فرستاده بیش تر است، بر خریدار لازم است مابه‌التفاوت را بپردازد و اگر قیمت عادلانه کمتر از قیمت ارسالی است، مابه‌التفاوت از آن فروشنده است و خریدار حق مطالبه آن را ندارد. هم‌چنین، اگر بعد از تصرف در متاع، معیوب بودن آن معلوم شد، نمی‌تواند به استناد عیب، متاع را به فروشنده رد کند، بلکه تنها راه او، اخذ آرش است. (حر عاملی، ۱۴۰۹ ق، ج ۳، ص ۳۶۵).

ظاهر این روایت، آشکارا با مدعای مشهور ناسازگار است؛ زیرا مشهور فقها می‌گویند علم به مقدار، جنس و وصف ثمن، پیش از وقوع عقد بیع لازم است و بر این حکم اتفاق نظر وجود دارد (شهیدثانی، ۱۴۱۰ ق، ج ۳، ص ۲۶۴). برخورد فقها با این روایت مختلف است. برخی گفته‌اند این روایت شاذ و نادر می‌باشد و با این سخن، آن را کنار گذشته‌اند (شهیدثانی، ۱۴۱۰ ق، ج ۳، ص ۲۶۴) و شماری از آنان

با تحلیل مفادش، بر غیر قابل پذیرش بودن آن تاکید کرده‌اند (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۲، ص ۴۱۲) و گروهی که البته کم‌ترند، مفاد روایت را پذیرفته و حکم مشهور میان فقها را رد کرده‌اند (خوئی، بی‌تا، ج ۵: ۳۱۹-۳۱۸).

رابعا؛ در مورد اوراق مشارکت مصون از تورم می‌توان گفت گرچه شرط ضمن عقد شرکت دارای قدری ابهام است، اما هیچ یک از ارکان اصلی قرارداد در زمان انجام آن مجهول نیست یعنی نه سود اوراق در زمان پرداخت سود و نه قیمت اوراق زمان انجام معامله مجهول نیستند به این بیان که سود علی‌الحساب به صورت مرتب تحت عنوان قرض به صاحبان ورق داده می‌شود تا در سررسید نهایی با سود تحقق یافته که در سررسید کاملا مشخص است تسویه شود همینطور زمانی که اوراق مشارکت تا سررسید یا در سررسید می‌خواهد خرید و فروش شود قیمت اوراق بر اساس فرمول کاملا مشخص است.

بررسی قاعده لاضرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

یکی دیگر از قواعد عمومی قراردادها ممنوعیت ضرر و ضرار در اسلام است مطابق این قاعده نباید ضرر و زیانی از ناحیه قرارداد بر کسی تحمیل شود و به نظر می‌رسد در اوراق مشارکت مصون از تورم این قاعده رعایت نشده است چون با تغییر نرخ تورم، بصورت روشن یک طرف متضرر می‌شود. به بیان دیگر اگر نرخ تورم افزایش یابد ناشر موظف است سود بیشتری بپردازد و اگر نرخ تورم کاهش پیدا کند دارندگان اوراق بایستی به کاهش سود تن دهند.

در جواب باید گفت: در معاملات مدّت‌دار مانند اوراق مشارکت آنچه باعث ضرر و زیان و احتمال حدوث نزاع می‌شود، تعیین قیمتی ثابت در زمان انعقاد عقد است نه تعیین قیمت شناوری که سبب حفظ ارزش معاملاتی دارایی در طولانی مدّت می‌شود؛ چرا که تعیین قیمت ثابت در حین عقد، احتمال عدم

تناسب ارزش دارایی را در درازمدت تغییر داده و خطر ضرر را بیشتر می‌کند و به تبع آن احتمال وقوع نزاع و اختلاف نیز افزایش می‌یابد؛ درحالی‌که، تعیین ارزش شناور برای دارایی، احتمال ضرر را کمتر می‌کند و در نتیجه احتمال وقوع اختلاف نیز کم می‌شود. برای مثال کسی که در شرایط تورمی ۱۷ درصد، ده میلیون تومان روی اوراق مشارکت عادی پنج ساله با سود علی‌الحساب سالانه ۲۰ درصد سرمایه‌گذاری می‌کند به امید اینکه افزون بر پوشش تورم ۳ درصد سود واقعی ببرد، پایان سال اگر تورم در این کشور معادل ۲۵ درصد شده باشد این فرد نه تنها سود نکرده بلکه در واقع ۵ درصد هم ضرر کرده است کما اینکه برعکس اگر نرخ تورم در این کشور به ۱۰ درصد کاهش یابد دارنده اوراق ۷ درصد بیش از سود مورد انتظار سود دریافت می‌کند که این به ضرر ناشر است. اما اگر در این مثال اوراق از نوع اوراق مشارکت مصون از تورم و با بازدهی واقعی ۳ درصد روی تورم تعریف می‌شد در فرض افزایش یا کاهش تورم تغییری در سود واقعی دریافتی یا پرداختی برای هیچ یک از طرفین قرارداد نمی‌کرد. پس اوراق مشارکت مصون از تورم نه تنها موجب ورود به قاعده لاضرر نمی‌شود بلکه جلو آن را می‌گیرد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با وجود تلاش‌های فراوان برای توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، این اوراق تاکنون نتوانسته است موفقیت لازم را در بازار سرمایه ایران بدست آورد، یکی از عوامل آن وجود نرخ تورم بالا و متغیر در اقتصاد ایران است، در شرایط انتظار افزایشی تورم سرمایه‌گذاران تمایلی به خرید اوراق ندارند چون ممکن است نرخ تورم چنان افزایش یابد که سود واقعی آنان را منفعی و ارزش دارایی آنها را کاهش دهد از سوی دیگر در شرایط انتظار کاهشی تورم ریسک انتشار این اوراق برای ناشران بالا است زیرا ممکن است ناشران بر اساس نرخ مشخص و ثابتی این

اوراق را منتشر نمایند و در سال‌های آینده به جهت کاهش تورم با هزینه واقعی بالایی مواجه شوند.

با توجه به این چالش‌ها چنان‌چه ابزارهای مالی طراحی و منتشر شوند که نرخ بازدهی آن‌ها متناسب با تورم به‌علاوه نرخ سود مشخصی باشد، انتظار می‌رود که با استقبال ناشران و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مواجه شود. یکی از ابزارهای مالی که با این هدف طراحی شده و در بسیاری از کشورها از جمله آمریکا منتشر می‌شود، اوراق مصون از تورم است. استفاده از این ابزار در ایران مستلزم بررسی ملاحظات شرعی، انطباق و تصحیح قراردادهای مورد استفاده در این اوراق بر اساس موازین فقه امامیه است.

اوراق با سود شناور و مصون از تورم را می‌توان در قالب اوراق مشارکت با سه مدل طراحی کرد که عبارتند از اوراق مشارکت با سود علی‌الحساب شناور، اوراق مشارکت دارای حق اختیار خرید و اوراق مشارکت دارای حق اختیار خرید و اختیار فروش.

در این مقاله نشان داده شد که ضوابط عمومی قراردادهای ویژه قاعده نفی غرر و نفی ضرر در اوراق مشارکت مصون از تورم رعایت شده است. در این اوراق، نرخ سود علی‌الحساب و قیمت سهم‌الشرکه در سررسید به‌طور کلی مجهول نیست، بلکه طرفین به‌جای تعیین قطعی و نهایی نرخ سود علی‌الحساب و قیمت سهم‌الشرکه، هنگام انعقاد عقد، به یک توافق ابتدایی در مورد آن‌ها می‌رسند و معیاری را برای تعیین نرخ سود علی‌الحساب و قیمت سهم‌الشرکه در آینده ارائه می‌دهند. به‌عبارت دیگر، می‌توان مشخص کردن فرمول و سازوکار تعیین نرخ سود علی‌الحساب و قیمت سهم‌الشرکه را نیز از مصادیق تعیین ارکان عقد شرکت دانست و این معامله با قراردادی که سود و قیمت سهم‌الشرکه آن به‌طور کامل مجهول می‌باشد تفاوت دارد بنابراین این قراردادهای این اوراق چه در بازار اولیه و چه در بازار ثانویه غرری نخواهد بود. همچنین نشان داده شد در معاملات اوراق

بهدارمدت‌دار مانند اوراق مشارکت آنچه ممکن است باعث ضرر و احتمال حدوث نزاع شود، تعیین سود ثابت علی‌الحساب در زمان انتشار اوراق مشارکت است نه تعیین سود و قیمت شناور که سبب حفظ ارزش معاملاتی موضوع مشارکت در طولانی مدّت می‌شود؛ چرا که تعیین سود ثابت علی‌الحساب، احتمال عدم تناسب ارزش سود علی‌الحساب و موضوع مشارکت را در بلندمدت افزایش داده و خطر ضرر را به همراه دارد. در نتیجه، احتمال وقوع نزاع و اختلاف نیز افزایش می‌یابد؛ درحالی‌که تعیین سود علی‌الحساب شناور احتمال ضرر را کم‌تر می‌کند و در نتیجه احتمال وقوع اختلاف نیز کم می‌شود.

منابع

۱. آخوند خراسانی، محمد کاظم بن حسین، (۱۴۳۰ ق)، کفایة الأصول، قم: مؤسسه النشر الاسلامی، چاپ: ششم.
۲. انصاری، مرتضی، (۱۳۸۷ ش)، فرائد الاصول: رسائل شیخ انصاری، قم: مؤسسه فرهنگی و اطلاع رسانی تبیان، چاپ اول.
۳. انصاری، مرتضی، (۱۴۱۵ ق)، کتاب المکاسب، قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری، چاپ اول.
۴. بجنوردی، سید محمد بن حسن موسوی، (۱۴۰۱ ق)، قواعد فقهیه، تهران: مؤسسه عروج، چاپ سوم.
۵. بحرانی، یوسف بن احمد بن ابراهیم، (۱۴۰۵ ق)، الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، چاپ اول.
۶. حائری، سید علی بن محمد طباطبایی، (۱۴۱۸ ق)، ریاض المسائل، قم: مؤسسه آل البيت عليهم السلام، چاپ اول.
۷. حرّ عاملی، محمد بن حسن بن علی، (۱۴۰۹ ق)، وسائل الشیعة إلى تحصیل مسائل الشریعة، ج ۱۷، قم: مؤسسه آل البيت عليهم السلام، چاپ اول.
۸. حکیم، سید محمد سعید طباطبایی، (۱۴۱۵ ق)، منهاج الصالحین، بیروت: دار الصفوة، چاپ اول.
۹. حلّی، محقق، نجم الدین، جعفر بن حسن، (۱۴۰۸ ق)، شرائع الإسلام فی مسائل الحلال و الحرام، قم: مؤسسه اسماعیلیان، چاپ دوم.
۱۰. خمینی، سید روح الله موسوی، (بی تا)، تحریر الوسیلة، قم: مؤسسه مطبوعات دار العلم، چاپ اول.
۱۱. خمینی، سید روح الله موسوی، (بی تا)، کتاب البیع، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی قدس سره.
۱۲. خمینی، سید روح الله، (۱۴۲۱ ه ق)، کتاب البیع، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)، ج ۱

۱۳. خوئی، سید ابوالقاسم موسوی، (بی تا)، المستند فی شرح العروة الوثقی.
۱۴. خوئی، سید ابوالقاسم موسوی، (بی تا)، مصباح الفقاهه، ج
۱۵. سید اشرفی، حسن، (۱۳۸۵ ش)، نه‌ایة الوصول، قم: انتشارات قدس، چاپ: اول، ج ۳
۱۶. شهید اول، محمد بن مکی عاملی، (بی تا)، القواعد و الفوائد، قم: کتابفروشی مفید، چاپ اول.
۱۷. شهید ثانی، زین الدین بن علی، (۱۴۱۰ ق)، الروضة البهیة فی شرح اللمعة الدمشقیة، قم: کتابفروشی داوری، چاپ اول.
۱۸. طاهری، حبیب الله، (۱۴۱۸ ق)، حقوق مدنی، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، چاپ دوم.
۱۹. طوسی، محمد بن حسن، (بی تا)، قاعده لا ضرر ولا ضرار، مؤسسه آل البيت،
۲۰. عاملی، کرکی، محقق ثانی، علی بن حسین، (۱۴۱۴ ق)، جامع المقاصد فی شرح القواعد، قم: مؤسسه آل البيت علیهم السلام، چاپ دوم.
۲۱. محقق داماد، سید مصطفی، (۱۴۰۶ ق)، قواعد فقه، تهران: مرکز نشر علوم اسلامی، چاپ دوازدهم.
۲۲. عبداللهی، محمود، (۱۳۷۱ ش)، مبانی فقهی اقتصاد اسلامی، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، چاپ اول
۲۳. مراغی، سید میر عبد الفتاح بن علی حسینی، (۱۴۱۷ هـ ق)، العناوین الفقهیة، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، چاپ اول.
۹۸. مکارم شیرازی، ناصر، (۱۴۲۵ هـ ق)، انوار الفقاهة، قم: انتشارات مدرسه الامام علی بن ابی طالب علیه السلام،
۲۴. مکارم شیرازی، ناصر، پاسخ به نامه شماره ۵ / ۱۶۱۹ / ۵۶ / د مورخ ۱۸ / ۷ / ۱۳۷۵ کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی.
۲۵. منتظری، حسین علی، پاسخ به نامه شماره ۹ / ۱۶۱۹ / ۵۶ / د، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی، مورخه ۱۸ / ۷ / ۱۳۷

۲۶. موسویان، سید عباس، (۱۳۹۱ ش)، بازار سرمایه اسلامی (۱)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ . اندیشه اسلامی، چاپ اول.
۲۷. موسویان، سیدعباس، (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ اندیشه اسلامی.
۲۸. میرزای قمی، ابو القاسم بن محمد حسن گیلانی، (۱۴۱۳ ق)، جامع الشتات فی أجوبة السؤالات، تهران: مؤسسه کیهان، چاپ اول.
۲۹. کاتوزیان، ناصر، (۱۳۷۱ ش)، حقوق مدنی: معاملات معوض. عقود تملیکی، تهران: شرکت انتشار، چاپ چهارم، ج ۱
۳۰. نجفی، صاحب الجواهر، محمد حسن، (۱۴۰۴ ق) ، جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام، بیروت: دار إحياء التراث العربی، چاپ هفتم.
۳۱. نراقی، مولا احمد، (۱۴۱۷ ق)، عوائد الأيام فی بیان قواعد الأحكام و مهمات مسائل الحلال والحرام، مرکز نشر تابع مکتب الاعلام الاسلامی.
۳۲. نوری همدانی، حسین، پاسخ به نامه شماره ۸ / ۱۹۶ / ۵۶- د، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی
۳۳. وحدتی شبیری، حسن، (۱۳۷۹ ش)، مجهول بودن مورد معامله، قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی، چاپ اول.
۳۴. یزدی، سید محمد کاظم طباطبایی، (۱۴۰۹ ق)، العروة الوثقی، بیروت: مؤسسه الأعلمی للمطبوعات، چاپ دوم.
35. Hammond, P. Brett, UNDERSTANDING AND USING INFLATION BONDS, research dialogue, no. 73 september 2002, TIAA-CREF Institute.
36. Hendricks, John, The Case for Treasury Inflation-Protected Securities, May 2014, Hartford Investment Management Company.
37. Huber, Samuel, Inflation-Linked Bonds – Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk, Trends, 2014, Credit Suisse Asset Management.
38. Krämer, Werner, An Introduction to Inflation-Linked Bonds, 2013, Lazard Asset Management LLC.

39. Lindner, Peter & Arora, Amitabh, 1997, Treasury Inflation- Protection Securities: Opportunities and Risks, Lehman Brothers Inc.
40. Rinaldi, Ellen and etal, 2006, Investing in Treasury Inflation Protected Securities, The Vanguard Group, Inc.
41. Rodriguez, Tony & Kung Wan-Chong, Fixed Income Perspective: Treasury Inflation Protected Securities, August 2014, Nuveen Asset Management, LLC.
42. Shen, Pu, Features and Risks of Treasury Inflation Protection Securities, ECONOMIC REVIEW, FIRST QUARTER 1998, FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY.

ساختار اوراق سلف موازی در بازار سرمایه ایران

علیرضا ناصرپور^۱

آناهیتا فولادی فر^۲

چکیده

قرارداد سلف، یکی از ابزارهای تأمین مالی تولیدکنندگان کالاها می باشد که به صورت فراگیر توسط تولیدکنندگان مورد استفاده قرار می گیرد. به رغم مزایایی که معاملات این نوع قرارداد برای تولیدکنندگان ایجاد می کند، محدودیت‌هایی را نیز به همراه دارد. یکی از مشکلات خریدارانی که وارد قرارداد سلف می شوند عدم وجود بازار ثانوی برای این قرارداد و عدم امکان نقد شوندگی آن تا سررسید به دلایل شرعی می باشد. از این رو، نوآوری جدیدی در بازار سرمایه تحت عنوان

۱ دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی (ره) و سرپرست مدیریت مطالعات اقتصادی و سنجش ریسک شرکت بورس کالای ایران

۲ دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی و کارشناس اداره توسعه ابزارهای مالی شرکت بورس کالای ایران

قراردادهای سلف موازی استاندارد مطرح شده است. اوراق سلف بر پایه قراردادهای سلف موازی استاندارد علاوه بر این که برای تولیدکنندگان کالاها امکان تأمین مالی فراهم می‌آورد، یک ابزار سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کالایی برای سرمایه‌گذاران نیز به شمار می‌رود. این مقاله مبتنی بر مطالعات تطبیقی و ارائه مدل اجرائی انتشار اوراق سلف می‌باشد از این‌رو، در این مقاله ساختار اجرائی انتشار اوراق سلف مورد بررسی قرار گرفته است.

کلید واژه: تأمین مالی، سلف، سلف موازی استاندارد، اختیار تبعی، بازارگردان

مقدمه

بسیاری از اندیشمندان مسلمان در زمینه طراحی ابزارهای مالی اسلامی، مطالعات گسترده‌ای روی انواع عقود شرعی برای ابزارسازی انجام دادند. ایشان توانستند انواع صکوک مانند اوراق مشارکت، قرض الحسنه، مریجه، اجاره، استصناع، مزارعه و مساقات طراحی کنند که برخی، قابلیت استفاده در جایگاه ابزار سیاست پولی را نیز داشته‌اند. ویژگی این ابزارها این است که به‌طور معمول برای تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های میان‌مدت و بلندمدت به‌کار می‌روند. اما برای تکمیل پاسخگویی به نیازهای بازار پول و سرمایه، نیاز به اندیشه طراحی ابزارهای دیگر با کاربردهای کوتاه‌مدت بوده است؛ به‌نظر می‌رسد می‌توان با استفاده از قرارداد سلف این نیاز را برآورده کرد.

تاکنون طراحی‌های متفاوتی با استفاده از عقد پایه سلف در راستای ابزارسازی انجام شده است؛ ساختارمند و منضبط شدن قراردادهای سلف و بورسی شدن آن در بورس کالای ایران، انتشار صکوک (اوراق) سلف برای نخستین‌بار در بحرین و نیز استفاده از سازوکار سلف موازی در مالزی از این موارد می‌باشند. مؤسسه پولی بحرین برای نخستین‌بار در حوزه کشورهای خلیج فارس در سال ۲۰۰۱، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی را منتشر کرد. ارزش این اسناد، ۲۵ میلیون دلار آمریکا، با سررسید ۳ ماهه و با عنوان اوراق بهادار "صکوک سلم" بود.^۳ سودان نیز اقدام به استفاده از این اوراق کرده است. بانک مرکزی این کشور، قراردادی به مبلغ ۶۵ میلیون یورو با شرکت سرمایه‌گذاری سودان از راه انتشار اوراق سلف نفت به مدت سه سال منعقد کرد، در این قرارداد هشت بانک خارجی و دو بانک محلی مشارکت داشتند.

در ایران نیز بورس کالای ایران به منظور پاسخگویی به نیاز تأمین مالی بخش

صنعت اقدام به طراحی اوراق سلف موازی نمود و در اولین گام در فروردین ۱۳۹۲ دستورالعمل معاملات سلف موازی استاندارد برای انتشار اوراق سلف بر روی کلیه کالاها طراحی شد که منجر به انتشار اوراق سلف بر روی سنگ آهن شرکت گل‌گهر در تیرماه ۱۳۹۳ به مبلغ ۸۳ میلیارد تومان شد.

در این مقاله، پس از معرفی اجمالی عقد سلف و سازوکار سلف موازی، سازوکار اجرایی معاملات سلف موازی استاندارد تشریح می‌شود. در ادامه، برخی ملاکها برای انتشار اوراق سلف بر روی کالاها معرفی می‌شود و در پایان مزایای استفاده از این سازوکار معاملاتی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۲- تجربیات بین‌المللی در استفاده از عقد پایه سلف در معاملات

۲-۱- تجربه کشور بحرین

اوراق سلف نخستین بار در بحرین منتشر شد. مؤسسه پولی بحرین برای نخستین مرتبه در حوزه کشورهای خلیج فارس در سال ۲۰۰۱ میلادی، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار آمریکا، با سررسید سه ماهه و با عنوان اوراق بهادار "صکوک سلم" بود. اوراق پیش گفته، نرخ بازدهی ثابت ۳٫۹۵ درصدی داشت که مبتنی بر نرخ بهره نبود. این صکوک در بحرین تا سال ۲۰۰۳ میلادی، ۲۳ بار منتشر شد و ارزش آن حدود ۶۲۵ میلیون دلار بوده است. روال اجرایی این ابزار به این صورت است که دولت بحرین، آلومینیوم را به خریدار می‌فروشد و به جای تحویل فوری، تعهد می‌کند تا در تاریخ معینی در آینده، به وسیله بانک اسلامی، مقدار خاصی آلومینیوم عرضه کند. هم‌زمان، بانک اسلامی در جایگاه عامل از دولت بحرین می‌خواهد که به هنگام عرضه آلومینیوم، آن را از راه کانال‌های توزیعی بانک توزیع کند^۴ سیدعبدالرحمان باکر از مسئولان بانک مرکزی بحرین، باور دارد که صکوک اسلامی و از جمله اوراق سلف در کشورهای اروپایی نیز رشد چشم‌گیری داشته؛ به‌گونه‌ای که طی چند سال حجم آن از ۴ میلیارد دلار به ۱۲۰ میلیارد رسیده است.^۵ در خبردیگر آمده که دولت بحرین به منظور جبران بخشی از کسری بودجه حاصل از کاهش قیمت نفت، اوراق سلم به مبلغ ۱۸ میلیون دینار منتشر کرده است.^۶

۴ مجله الشرق الاوسط، ۱۴۲۲، ش ۲۹، عدد ۸۲۱۸

5 www.menafn.com

6 www.womengateway.com

مشکل اصلی اوراق سلف مدل بحرین، این است که به جهت محدودیت شرعی پیش گفته، نتوانسته راهکاری برای حل مشکل بازار ثانوی اوراق پیدا کند و به همین جهت اوراق سلف بحرین، به صورت کوتاه مدت و فقط قابل عرضه در بازار اولیه است.

۲-۱-۱- مدل عملیاتی اوراق سلف دولت بحرین

در الگوی عملیاتی اوراق سلف دولت بحرین، آلومینیوم به صورت دارایی پایه در نظر گرفته شده است. دولت بحرین براساس قرارداد سلف، گواهی‌هایی به ارزش یکسان را به مشتریان می‌فروشد. بانک اسلامی بحرین^۷ در جایگاه امین و به نمایندگی از خریداران اوراق معرفی می‌شود. براساس قرارداد سلف، دولت بحرین به تحویل مقدار مشخصی آلومینیوم به خریداران اوراق در آینده متعهد می‌شود. دولت بحرین تعهد دیگری نیز به بانک اسلامی بحرین می‌دهد مبنی بر این که آلومینیوم‌ها را به قیمتی بفروشد که برای صاحبان اوراق سلف، بازدهی برابر بازده دیگر ابزارهای کوتاه مدت بازار پولی متعارف داشته باشد. در واقع آلومینیوم به کسر قیمت با توجه به ارزش زمانی پول تا دوره مانده تا سررسید فروخته می‌شود. این امر به این معنا است که اوراق بهادار سلف ویژگی شبیه اسناد خزانه دولتی کوتاه مدت دارند. در مرحله دوم دولت براساس وکالتی که از طرف صاحبان اوراق دارد، آلومینیوم پیش گفته را به صورت نقد به خریداران آلومینیوم فروخته و پول آن را دریافت می‌کند، سپس با پرداخت آن به صورت اصل سرمایه و سود قرارداد سلف، اوراق سلف را از صاحبان اوراق پس می‌گیرد.^۸

7 BIB

8 165. Obaidullah, 2005

۲-۱-۲- ریسک اوراق سلف دولت بحرین

از آن جایی که قیمت سلف و قیمت فروش نقدی آلومینیوم در مرحله اول و دوم مستقل هستند؛ بنابراین خریداران اوراق و دولت مصون از ریسک نیستند^۹. سرمایه گذاران در این اوراق افزون بر ریسک طرف قرارداد، ریسک بازار را نیز متحمل می شوند. ریسک طرف قرارداد ناشی از این احتمال است که دولت از تحویل کالا ناتوان باشد. ریسک بازار نیز از این احتمال ناشی می شود که دولت از فروش آلومینیوم در سررسید ناتوان باشد یا فروش به قیمتی کمتر از قیمت سلف باشد. البته این ریسکها به واسطه تدبیرهایی که در معامله اتخاذ می شود، برای خریداران اوراق پوشش داده می شوند به طوری که بیشتر ریسک متوجه دولت بحرین است^{۱۰}.

در واقع می توان گفت در مدل اوراق سلف منتشر شده در کشور بحرین، به دلیل اینکه از نظر مسائل شرعی بازار ثانوی این اوراق با مشکل جدی روبه رو است، عملاً مفهومی به نام سلف موازی مشاهده نمی شود بلکه برای تأمین مالی از قرارداد سلف به شکل ساختار یافته و در قالب انتشار اوراق استفاده می شود. همچنین در این نوع انتشار اوراق، هدف انجام معامله کالا نبوده بلکه هدف صرفاً تأمین مالی می باشد. کما این که بانک عامل در سررسید اقدام به تحویل گرفتن کالا و فروش آن در بازار و پرداخت اصل و سود به سرمایه گذاران از محل فروش آن می کند. یعنی خریداران این اوراق کالایی را که به صورت سلف خریده اند، تحویل نمی گیرند.

9 115. El-Gamal, 2006

10 165. Obaidullah, 2005

۲-۲- تجربه کشور مالزی

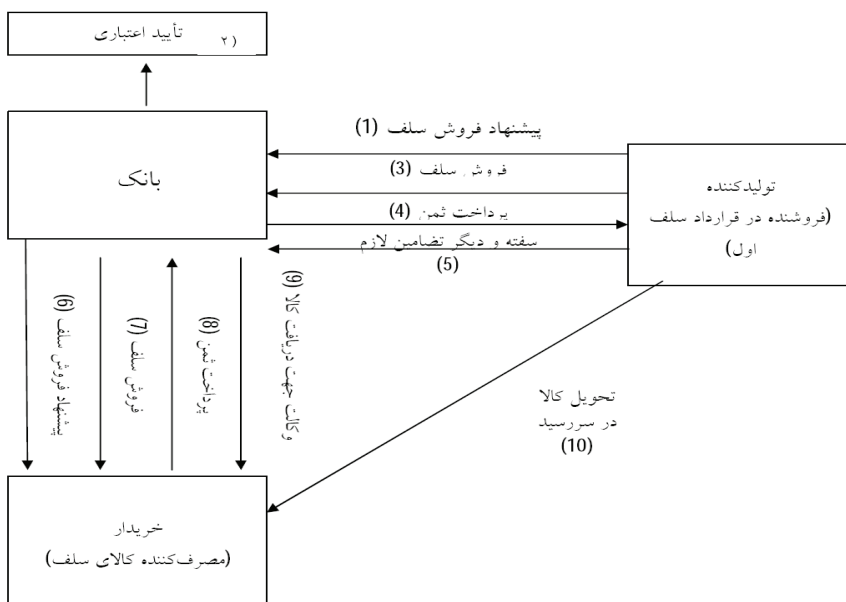
در کشور مالزی نیز تجربه انتشار چنین اوراقی وجود دارد. این تجربه عمدتاً محدود به برخی بانک‌ها می‌شود و این نوع قرارداد در کشور مالزی ابزار بورسی محسوب نمی‌شود. فرآیند معاملات این اوراق به این شرح می‌باشد:

با وجود این‌که فروش کالایی که از طریق قرارداد سلف خریداری شده است، در شرع مجاز نمی‌باشد؛ اما بانک‌های اسلامی در قالب قراردادهای سلف موازی^{۱۱} کالایی را که خریداری کرده‌اند، با همان سررسید یا حتی متفاوت از همان سررسید به فروش می‌رسانند. در این نوع از معاملات، باید دو قرارداد مستقل از یکدیگر باشند که در یکی از آنها بانک به عنوان خریدار و در دیگری به عنوان فروشنده است. بنابراین تعهدات و حقوق قراردادهای نباید با هم تداخلی داشته باشند. پس هر قرارداد الزامات خود را دارد و عملکرد آنها نباید مشروط به هم باشد^{۱۲}.

به عنوان مثال، اگر فرد A از فرد B ۱۰۰ تن گندم را به صورت سلف با تاریخ تحویل ۳۱ دسامبر خریداری نمود، فرد A می‌تواند یک قرارداد سلف موازی به فرد C به اندازه ۱۰۰ تن و در همان سررسید بفروشد. اما پس از انعقاد قرارداد با فرد C، تحویل محصول به او نباید مشروط به تحویل گرفتن دارایی از فرد B باشد. بنابراین، حتی اگر فرد B محصول را در ۳۱ دسامبر تحویل نداد، فرد A موظف است این مقدار را در سررسید به C تحویل دهد و یا اگر فرد B محصولی غیر استاندارد را تحویل فرد A داد، فرد A موظف است محصولی مطابق با ویژگی‌های قرارداد به فرد C تحویل دهد. نکته قابل توجه این است که سلف موازی تنها با نفر سوم انجام گرفته است و موردی نبوده است که در آن قرارداد به نفرات بعدی تسری پیدا کند. هم‌چنین، فروشنده اولیه حق ورود به قرارداد موازی را ندارد. زیرا این معامله یک بیع متقابل^{۱۳} محسوب شده و غیرشرعی می‌باشد.

-
- 11 Parallel Salam
 12 Vogel, 1998
 13 buy-back contract

در صورتی که خریدار در قرارداد دوم یک نهاد حقوقی باشد، اما مالکیت آن به طور کامل متعلق به فروشنده در قرارداد اول باشد، عقد سلف موازی با آن مجاز نیست. پس اگر فرد C متعلق به B یا فروشنده اولیه سلف باشد، انعقاد قرارداد موازی با او مجاز نیست. اما اگر قسمتی از C متعلق به B باشد یا برخی سهامداران مشترک داشته باشند، معامله مجاز است^{۱۴}. آن چه از این فرآیند برمی آید این است که بانک برای تأمین مالی دارنده اوراق سلف، اقدام به خرید آن کرده است و هدف بانک از انتشار سلف موازی، صرفاً ایجاد نقدشوندگی برای قرارداد سلف با هدف انتفاع است. چراکه بانک قادر است سلف موازی را با قیمتی بالاتر از قیمت سلف منتشر کند و بانک در این میان از اختلاف قیمت خرید و فروش آن، سود خواهد برد. شکل ۱ سازوکار معاملات سلف موازی را نشان می دهد.



شکل ۱ سازوکار معاملات سلف موازی

نکاتی که از بررسی تجارب موجود در کشور مالزی بر می‌آید به شرح زیر است:

۱. این ابزار در سطح بازار سرمایه رایج نیست و عمدتاً توسط بانکها مورد استفاده قرار می‌گیرد.
۲. این نوع قرارداد، کمکی برای تأمین مالی سریع واحدهای تولیدی از بانکها به پشتوانه محصولات تولیدی می‌باشد.
۳. بانکها صرفاً به عنوان یک تأمین کننده مالی وارد این قرارداد شده و از آن جایی که خود نیاز واقعی به دارایی خریداری شده در قالب قرارداد سلف ندارند و از طرفی با مشکل نقد شوندگی مواجه‌اند، اقدام به فروش این دارایی در قالب قرارداد سلف دیگری به خریداران واقعی آن می‌کنند.
۴. نقش دیگر بانکها به عنوان یک نهاد مالی این است که واسطه ریسک می‌شوند، یعنی ریسک طرف قرارداد که خریدار سلف با آن مواجه است را تا حد زیادی کاهش می‌دهند.
۵. این قراردادهای سلف موازی به دلیل عدم وجود معاملات ثانویه فعال بر روی آن، کمکی به فرایند کشف قیمت دارایی پایه خود نخواهند کرد؛ زیرا تنها واسطه در این میان، بانک خواهد بود و معاملات ثانویه به تعداد زیاد بر روی قرارداد سلف شکل نمی‌گیرد.

۳- معرفی قراردادهای سلف

قرارداد سلف قراردادی است که بر اساس آن، کالا با قیمت معین در زمانی مشخص در آینده تحویل گردیده و بهای آن در هنگام معامله پرداخت می‌گردد. این قرارداد یکی از ابزارهای تأمین مالی تولیدکنندگان کالاها می‌باشد و به صورت

فراگیر توسط تولیدکنندگان مورد استفاده قرار می‌گیرد. شکل زیر روند و زمان نقل و انتقال کالا و وجوه مورد معامله را در قرارداد سلف نشان می‌دهد.



شکل ۲- روند و زمان نقل و انتقال کالا و وجوه مورد معامله در قرارداد سلف

این قرارداد یکی از عقود مورد تأیید اسلام است و در واقع یکی از انواع بیع است، به این صورت که اگر در قرارداد بیع برای تحویل مبیع (دارایی مورد معامله) مدت تعیین شود، معامله را بیع سلف یا سلم می‌گویند.

برای صحت عقد سلف، علاوه بر شرایط عمومی صحت قراردادها شرایطی لازم است که به اختصار به شرح زیر است:^{۱۵}

۱. توصیف جنس و اوصاف مبیع (اوصاف اثرگذار بر قیمت در یک جنس) به گونه‌ای که با این توصیف هیچ‌گونه ابهامی در خصوص کالای مورد تحویل باقی نماند،
۲. معین شدن مقدار مبیع از جهت وزن، پیمانه، عدد یا هر معیار معتبر دیگر،
۳. مضبوط و معین شدن سررسید تحویل به طور کاملاً دقیق،

۴. معین شدن مکان تحویل،

۵. پرداخت کل ثمن (وجه معامله) توسط خریدار قبل از ترک مجلس؛
وگرنه معامله نسبت به ثمن باقی مانده باطل است،

۶. اگر خریدار چیزی به سلف خریده باشد، قبل از سررسید نمی‌تواند آن را بفروشد؛ نه به خود فروشنده و نه غیر او، مساوی ثمن اول باشد غیر مساوی، فروش آن بعد از سررسید جایز است چه آن را تحویل گرفته باشد یا نه؛ به خود فروشنده و نه غیر او، مساوی ثمن اول باشد غیر مساوی،

۷. اگر در سررسید فروشنده بنا به دلایلی چون نبود کالا به خاطر آفت، کمیابی در مکان تحویل، نتواند کالا را تحویل دهد، خریدار مخیر است معامله را فسخ کند (یعنی وجه پرداختی را دریافت کند) و یا منتظر بماند تا بایع متمکن از پرداخت شود. به هر حال خریدار نمی‌تواند فروشنده را ملزم به پرداخت قیمت کالا در روز سررسید کند.^{۱۶}

در حال حاضر در بورس کالای ایران، محصولات مختلف در قالب قراردادهای سلف ساختاریافته برای بازه‌های زمانی مختلف با نظر تولیدکننده در دوره‌های زمانی منظم و با توجه به سیاست‌های فروش آن‌ها ارائه می‌شوند.

از زمان شروع به فعالیت سازمان کارگزاران بورس فلزات تهران قراردادهای سلف بر روی انواع فلزات مورد معامله قرار گرفته و تولیدکنندگان این کالاها به دفعات از آن برای تأمین مالی خود استفاده کرده‌اند. در حال حاضر نیز این قراردادهای از محبوبیت خاصی در بین تولیدکنندگان و عرضه‌کنندگان برخوردار است. این قراردادهای توسط تولیدکنندگان تمامی کالاهای قابل عرضه در بورس جهت تأمین مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. جدول شماره ۱ میزان تأمین مالی تولیدکنندگان گروه‌های کالایی مختلف با استفاده از قراردادهای سلف را در

سال‌های مختلف نشان می‌دهد.

گروه های کالایی	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳
کشاورزی	۱،۵۱۲	۳۷۳	۰	۱۸۰
صنعتی و معدنی	۶۹،۶۲۲	۱۴۰،۸۰۹	۱۶۴،۹۰۷	۱۴۱،۶۵۸
پتروشیمی فرآورده های نفتی	۲۲،۶۰۳	۳۷،۰۰۲	۳۷،۹۵۷	۲۶،۵۹۲
مجموع	۹۳،۷۳۷	۱۷۸،۱۸۴	۲۰۲،۸۶۴	۱۶۸،۴۳۰

جدول شماره ۱ میزان تأمین مالی برخی عرضه کنندگان کالاها در بورس کالای ایران با استفاده از قراردادهای سلف (میلیارد ریال)

اطلاعات جدول شماره ۱ نشان می‌دهد که در سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ حجم تأمین مالی با استفاده از قراردادهای سلف در بورس کالا از ۹۳ هزار میلیارد ریال به بیش از ۲۰۰ هزار میلیارد ریال رسیده است.

در این میان، گروه کالاهای صنعتی و معدنی بیشترین سهم را به خود اختصاص داده و گروه محصولات پتروشیمی و فرآورده های نفتی و محصولات کشاورزی به ترتیب در مقام های دوم و سوم جای گرفته‌اند.^{۱۷}

در معاملات سلف در شرکت بورس کالای ایران، فقط تولیدکنندگان واقعی کالاها می‌توانند اقدام به فروش محصولات خود در قالب محصولات سلف کنند و ریسک طرف قرارداد تولیدکنندگان نیز، با ارائه تضامین مورد نیاز بر اساس دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس کالای ایران پوشش داده می‌شود. عرضه‌کننده در صورت توثیق تضامین می‌توانند اقدام به عرضه کالاهای خود نموده و از این طریق نسبت به تأمین مالی کوتاه مدت فعالیت‌های اقتصادی خود اقدام نماید.

البته از آنجایی که عمده عرضه‌کنندگان سلف ماهیت دولتی داشته و یا به نوعی به نهادهای دولتی وابسته‌اند، با ارائه تضامین از سوی نهاد بالاسری دولتی از توثیق وثیقه‌های سنگین بی‌نیاز می‌باشند.

طبق دستورالعمل معاملات بورس کالای ایران محدودیتی زمانی برای سررسید قراردادهای سلف وجود ندارد و با توجه به تقاضای بازار، قراردادهای سلف می‌تواند با هر سررسیدی منتشر شود ولی تا کنون بلندترین سررسید انتشار سلف در این بورس ۶ ماهه بوده است و در حال حاضر نیز حداکثر سررسیدها ۳ ماهه است. در این بازار، کالاها با قیمتی پایین‌تر از قیمت نقدی آن‌ها فروخته می‌شوند که دلیل آن وجود ارزش زمانی پول است.

عمده خریداران در بازار سلف بورس کالای ایران مصرف‌کنندگان واقعی کالاهای فروخته شده می‌باشند لذا در این معاملات تمامی معاملات انجام شده در قالب سلف منجر به تحویل فیزیکی در سررسید می‌شود و بورس کالای ایران بر فرآیند تحویل نظارت دارد. در برخی از کالاها مشاهده می‌شود که سفته‌بازان بازارهای کالایی نیز در طرف خرید حضور دارند، بنابراین در برخی موارد مشاهده شده است که در بازار خارج از بورس، حواله‌های سلف توسط خریداران سلفی که با قصد سفته‌بازی وارد این بازار شده‌اند، قبل از سررسید مورد معامله قرار گرفته است اما تا قبل از راه‌اندازی معاملات سلف موازی استاندارد در بورس کالای ایران بازار رسمی برای معاملات ثانوی برای این معاملات وجود نداشته است. تأمین مالی با استفاده از قراردادهای سلف در بورس کالای ایران دارای برخی مزایا و محدودیت‌ها به شرح زیر می‌باشد:

• مزایا

۱. امکان تأمین مالی کوتاه مدت با کمترین هزینه وجود دارد. (این تأمین مالی عمدتاً برای مصارف سرمایه در گردش مناسب است)
۲. تأمین مالی در کوتاه‌ترین زمان ممکن انجام می‌شود.

۳. محدودیتی از نظر وجوه مورد نیاز جهت تأمین مالی وجود ندارد.
۴. این ابزار کارکرد پوشش ریسک برای طرف فروشنده را به طور کامل ایفا می‌کند.

• محدودیت‌ها

۱. بازار ثانوی برای دارندگان این قراردادهای وجود ندارد و خریداران بایستی تا زمان سررسید قرارداد، منتظر بمانند لذا همواره با دو ریسک یعنی ریسک تغییرات قیمت و ریسک نقدشوندگی مواجه می‌باشند.
۲. به دلیل وجود دو ریسک مذکور خریداران تمایلی برای ورود به تأمین مالی بلندمدت^{۱۸} (بیش از ۶ ماه) ندارند.
۳. این بازار صرفاً ابزار تأمین مالی تولیدکنندگان کالاها می‌باشد و سایر فعالان اقتصادی که نیازمند تأمین مالی پروژه‌های خود هستند، امکان استفاده از آن را ندارند.
۴. این ابزار با سازوکاری که در بورس کالا برای اجرا دارد، اصولاً نمی‌تواند کارکرد پوشش ریسک را برای خریدار به طور کامل ایفا کند. زیرا در صورت عدم تحویل کالا از طرف خریدار و حتی عدم تحویل با تأخیر تنها راه کار خریدار اقدام به فسخ قرارداد با دریافت جرایم مندرج در دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس کالا^{۱۹} می‌باشد.^{۲۰}

۱۸ قرارداد سلفی که در بورس کالا معامله می‌شود عمدتاً در سررسیدهای ۳ و ۶ ماهه است. به دلیل ریسک تغییرات قیمت و تغییرات نقدشوندگی خریداران تمایل به ورود به سلف بیش از ۶ ماه (تأمین مالی بلند مدت) را ندارند.

۱۹ چنانچه کارگزار خریدار تا پایان ۷ روز تقویمی پس از مهلت تسویه امور تسویه را انجام ندهد، معامله وی منفسخ گردیده و کارگزار خریدار مکلف است ۵ درصد ارزش معامله را به عنوان خسارت انفساخ به همراه سایر هزینه‌های مصوب شامل دو سر کارمزد بورس، کارمزد کارگزار فروشنده، دو سر کارمزد تسویه و دو سر حق نظارت سازمان، پرداخت نماید. (ماده ۱۶ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران)

۲۰ دستورالعمل تسویه و پایاپای، ۱۳۸۹

با این وجود، در حال حاضر قراردادهای سلف یکی از ابزارهای تأمین مالی جذاب برای تولیدکنندگان کالاها می‌باشد و توسط طیف وسیعی از آنها مورد استفاده قرار می‌گیرد. شایان ذکر است که معاملات "قراردادهای سلف موازی استاندارد" در شرکت بورس کالای ایران در جهت رفع محدودیت‌های فوق راه‌اندازی شده است که در بخش بعد به طور مفصل به آن می‌پردازیم. البته باید توجه داشت که این نحوه تأمین مالی، نیاز گروه خاصی از فعالان بازار را فراهم می‌کند که عمدتاً شامل تولیدکنندگان کالاها می‌باشند و نیاز بخش بازرگانی را تأمین نخواهد کرد.

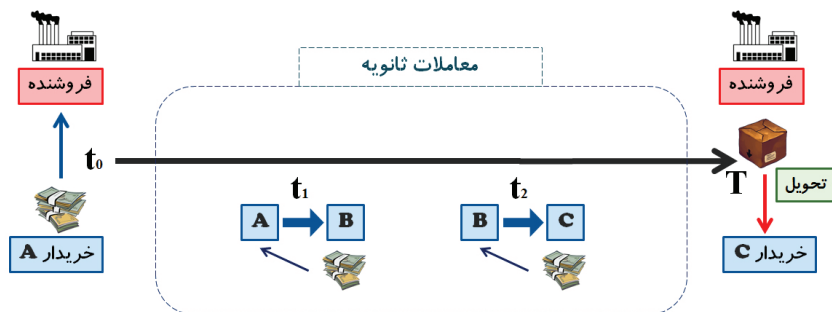
۳- معرفی قرارداد سلف موازی استاندارد

همان‌طور که بیان شد، یکی از مشکلات خریدارانی که وارد قرارداد سلف می‌شوند عدم وجود بازار ثانوی برای این قرارداد و عدم امکان نقدشوندگی آن تا سررسید به دلایل شرعی می‌باشد. زیرا اگر خریدار، کالایی را به سلف خریده باشد، قبل از سررسید نمی‌تواند آن را بفروشد، نه به خود فروشنده و نه غیر او، مساوی ثمن اول باشد یا غیر مساوی.

برای رفع این مشکل در معاملات سلف، نوآوری جدیدی در بازار سرمایه تحت عنوان قراردادهای سلف موازی مطرح شده است.^{۲۱} این ابزار علاوه بر این که برای تولیدکنندگان کالاها امکان تأمین مالی فراهم می‌آورد، یک ابزار سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کالایی برای سرمایه‌گذاران نیز به شمار می‌رود.^{۲۲}

براساس سازوکار معاملات سلف موازی، مقدار معینی از دارایی پایه به فروش می‌رسد که وجه قرارداد مذکور باید نقدی پرداخت و دارایی پایه در سررسید مشخصی در آینده تحویل شود. در طول دوره معاملاتی قرارداد، خریدار سلف اول

می‌تواند اقدام به فروش دارایی پایه به میزان خریداری شده در قرارداد سلف اول به شخص دیگری در قالب یک قرارداد سلف ثانوی کند. این قرارداد سلف ثانوی را سلف موازی می‌گویند. این فرایند می‌تواند به همین صورت ادامه یابد و خریدار سلف دوم نیز در قالب یک معامله سلف دیگر آن را به فرد دیگری بفروشد. بدین ترتیب معاملات ثانوی سلف شکل می‌گیرد. از این‌رو در نگاه اول به نظر می‌رسد معاملات سلف موازی الگوئی شبیه به شکل ۳ دارد.



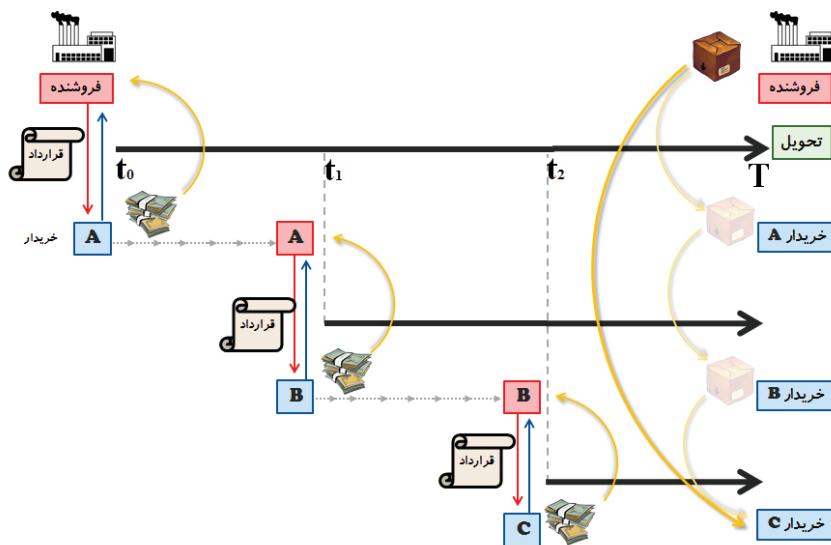
شکل ۳ - شمای کلی معاملات سلف موازی

اما یک نکته بسیار مهم در این میان وجود دارد و آن اینکه طبق نظر مشهور فقها، فروش کالایی که در قالب قرارداد سلف خریداری شده است (قبل از سررسید و تحویل گرفتن آن)، به فرد دیگری محل اشکال است. بنابراین، کالایی که در قالب معاملات سلف موازی معامله می‌شود (مبیع) حتماً باید به اصطلاح فقهی کلی فی ذمه^{۲۳} باشد. کلی در مقابل عین معین قرار می‌گیرد. مال کلی به جهت کثرت مصادیق، مالی است که عقلاً آن را موضوع اعتبار قرار می‌دهند. به همین دلیل وقتی فردی که خریدار سلف اول است اقدام به فروش کالا در قالب یک

۲۳ در منطق که منشاء استخراج اصطلاحات مزبور است، مفهوم یا کلی است و یا جزئی. مفهوم کلی، مفهومی است که قابل تطبیق بر افراد متعدد باشد؛ مانند مفهوم انسان که بر فرد فرد این مفهوم صادق است، یعنی مثلاً می‌توان گفت محمود انسان است، حسن انسان است، سعید انسان است و ... جزئی مفهومی است که برعکس کلی، قابل انطباق بر افراد متعدد نیست و منحصرأً به یک فرد صدق می‌کند، مثلاً حسن فرزند علی، متولد در فلان مکان، یک مفهوم جزئی است که فقط بر یک نفر منطبق است نه بر افراد متعدد. مفهوم کلی در فقه، نام کلی فی الذمه به خود گرفته است و مفهومی که در منطق، جزئی خوانده می‌شود، در فقه عین معین اصطلاح می‌گردد.

قرارداد سلف دیگر می‌کند، چون کالای مورد معامله کلی فی ذمه است، لذا لزوماً به این معنا نیست که عین کالایی که از عرضه کننده اول در قالب سلف خریده است را قبل از سررسید به فرد دیگر می‌فروشد.

در نتیجه قراردادهای سلف باید از هم مستقل باشند و فروشنده سلف ثانوی (خریدار سلف اولیه) به استناد گواهی سلف اول، خریدار سلف ثانوی را به فروشنده سلف اولیه جهت تحویل فیزیکی حواله می‌دهد. در این حالت پذیرنده حواله مسئولیت مراجعه به فروشنده اولیه را پذیرفته و حق رجوع به فروشنده در معامله ثانوی را ندارد. این دو قرارداد سلف از یکدیگر کاملاً مستقل می‌باشند^{۲۴}. در این صورت الگوی دقیق‌تر معاملات سلف موازی را می‌توان به صورت نشان داده شده در شکل ۴ ترسیم کرد.



شکل ۴ الگوی معاملات سلف موازی

سلف‌هایی که بعد از سلف اول منعقد می‌شود به سلف موازی مشهور است و از آن جایی که در فرایند انتشار این اوراق باید داریی پایه و مشخصات آن از جمله اندازه قرارداد، نوع دقیق داریی پایه و... استاندارد شده باشد، به آن سلف استاندارد گفته می‌شود. لذا به این قراردادها سلف موازی استاندارد اطلاق می‌شود. سازوکار سلف موازی در دو برهه زمانی مختلف در کمیته فقهی سازمان بورس اوراق بهادار مطرح شده است. اولین مورد در تاریخ ۱۳۸۷/۰۵/۱۶ بوده که در آن کلیات سلف موازی مورد تایید قرار گرفته است و در جلسات دیگری که منتهی به ۱۳۹۰/۰۹/۳۰ شده است، سلف موازی با تفصیل زیاد مورد تصویب قرار گرفته و تایید شده است، چنان‌چه در مصوبه کمیته فقهی ذکر گردیده است:

"خریدار سلف یک کالا می‌تواند قبل از سررسید، بر اساس قرارداد سلف دیگری، مقدار معینی از همان کالا را به صورت کلی فی‌الذمه به خریدار جدید بفروشد و او را به شرکت عرضه‌کننده اوراق سلف جهت دریافت کالا یا تسویه نقدی حواله دهد. به این قرارداد سلف موازی می‌گویند، چند نکته در سلف موازی مورد توجه است.

۱. سلف‌های موازی همه مستقل از هم بوده و هر فروشنده‌ای مقدار معینی از کالای استاندارد را به صورت کلی فی‌الذمه می‌فروشد، بنابراین مشکل فقهی فروش مبيع سلف قبل از سررسید پیش نمی‌آید.
۲. گرچه قراردادهای سلف مستقل از هم هستند لکن برای احراز قدرت بر تحویل تنها شرکت عرضه‌کننده اوراق سلف، و یا کسانی که دارای گواهی سلف کالا هستند حق معامله سلف موازی کالا دارند.
۳. شرکت عرضه‌کننده اوراق سلف در عرضه اولیه با اعطای گواهی سلف، به خریدار سلف کالا اجازه می‌دهد در صورتی که قبل از سررسید اقدام به فروش سلف موازی کالا کرد، بتواند با تحویل گواهی سلف، خریدار جدید را جهت تحویل کالا یا تسویه نقدی به شرکت عرضه‌کننده اوراق سلف حواله دهد.^{۲۵}

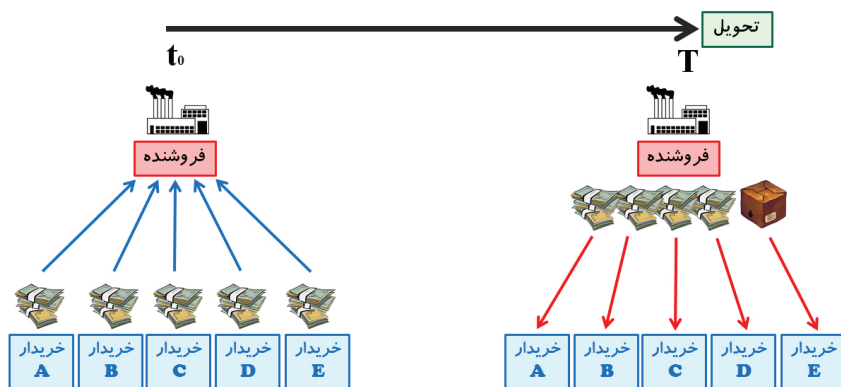
بحث‌های نظری در خصوص سازوکار انتشار این اوراق منجر به تصویب این معاملات در تاریخ ۱۳۸۷/۰۵/۱۶ در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار شد. با مطرح شدن موضوع معاملات نفت خام در شرکت بورس کالای ایران و تشخیص اینکه سازوکار معاملات سلف موازی می‌تواند مناسب این معاملات باشد، "دستورالعمل اجرایی قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فراورده های نفتی در بورس کالا" در تاریخ ۸۹/۱۲/۱۴ به تصویب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید که البته منجر به انجام معاملات نفت در بورس کالای ایران نشد.

به دنبال ارائه پیشنهاد خاصی مبنی بر فروش بلندمدت نفت در قالب قراردادهای سلف که با هدف تأمین مالی صنعت نفت صورت گرفت، سازوکار خاص دیگری برای معاملات سلف موازی نفت طراحی گردید که در آن پیشنهاد اضافه شدن قراردادهای اختیارهای خرید و فروش برای شرکت ملی نفت و خریدار به قرارداد سلف به صورت شرط ضمن عقد مطرح شد. این سازوکار نیز در تاریخ ۱۳۹۰/۸/۱۸ توسط کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مورد تصویب قرار گرفت، و در تاریخ ۱۳۹۰/۰۹/۱۹ "دستورالعمل اجرایی عرضه و معامله قرارداد سلف نفت" هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید، که البته باز هم معاملاتی بر مبنای این دستورالعمل شکل نگرفت.

پس از معرفی اجمالی این سازوکار معاملاتی به بازار سرمایه و احساس نیاز به وجود آن در بازار برخی کالاها به خصوص کالاهای صنعتی، سازمان بورس اوراق بهادار در پی تصویب دستورالعمل اجرایی عرضه و معامله قرارداد سلف موازی استاندارد برآمد و در ادامه در فروردین ۹۲ دستورالعمل معاملات سلف موازی استاندارد برای انتشار اوراق سلف بر روی کلیه کالاها تدوین شد که منجر به انتشار اولین اوراق سلف در تیرماه ۱۳۹۳ به مبلغ ۸۳ میلیارد تومان توسط شرکت گل‌گهر بر روی سنگ آهن شد.

۴-۱- تأمین مالی با استفاده از اوراق سلف

همان‌طور که پیشتر ذکر شد با تصویب دستورالعمل معاملات سلف استاندارد، امکان انجام معاملات ثانوی برای این اوراق فراهم شد و این امر مهم‌ترین مشکل اوراق سلف (نبود بازار ثانوی) را برطرف کرد. در معاملات این اوراق، عمدتاً هدف تأمین مالی صرف توسط منتشرکننده اوراق است. خریداران نیز عمدتاً فعالان بازارهای مالی هستند که با هدف سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار وارد این بازار می‌شوند و معمولاً هدف آن‌ها تحویل نیست. بنابراین، در سررسید نیز فروشنده و خریداران اوراق تمایلی به تحویل فیزیکی ندارند به همین دلیل امکان تسویه نقدی در مشخصات قرارداد در نظر گرفته می‌شود. اگرچه بنا به درخواست خریدار امکان تحویل فیزیکی نیز وجود دارد. همچنین در طول دوره مانده تا سررسید قرارداد، طبق سازوکار سلف موازی امکان انجام معاملات ثانوی بر روی این اوراق وجود خواهد داشت. این الگوی انتشار در شکل ۵ قابل مشاهده است.



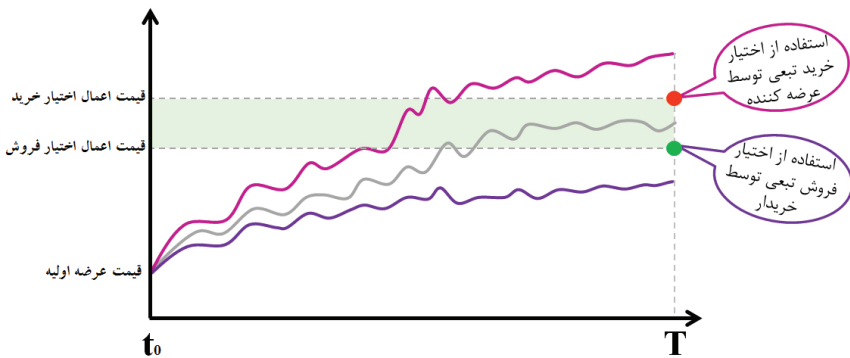
شکل ۵ - الگوی تأمین مالی بلندمدت

به دلیل این که این اوراق به صورت بلند مدت منتشر می‌شوند، بازده این اوراق با قیمت کالایی که سلف بر مبنای آن منتشر شده است، ارتباط مستقیم

خواهد داشت. از این رو، نوسانات غیر قابل پیش بینی قیمت کالا ممکن است ریسک شدیدی را به فروشنده و یا خریدار این اوراق تحمیل کند. بنابراین، برای جذاب تر کردن این اوراق بلندمدت برای خریدار و نیز پوشش ریسک طرف عرضه کننده، اوراق اختیار تبعی بر روی این اوراق قابل تعریف می باشد^{۲۶}.

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار امکان همراه شدن این قرارداد را با یک اختیار تبعی فروش برای خریدار و نیز یک اختیار تبعی خرید برای فروشنده در سررسید، در قالب شرط ضمن عقد بلامانع می داند:

"خریداران و فروشنده سلف کالا ضمن قرارداد سلف کالا شرط می کنند که خریدار سلف حق اختیار فروش مقدار معینی از کالا را به قیمت معین در سررسید داشته باشد و فروشنده نیز حق اختیار خرید مقدار معینی کالا را به قیمت معین در سررسید داشته باشد. همچنین عرضه کننده سلف ضمن قرارداد سلف کالا، اجازه می دهد که خریدار سلف این دو اختیار را به خریدار سلف موازی کالا منتقل نماید."^{۲۷} این سازوکار در شکل ۶ قابل مشاهده است.



شکل ۶ - کارکرد اختیار خرید و فروش تبعی در اوراق سلف

با توجه به توضیحات مطرح شده، اصطلاحات مورد استفاده در قراردادهای سلف موازی استاندارد را به صورت زیر تعریف می‌کنیم:

اختیار فروش تبعی: اختیاری است که همراه با معامله سلف، از سوی عرضه‌کننده به خریدار داده می‌شود و براساس آن، اختیار فروش دارایی پایه قراردادی را که خریده است به قیمت اعمال تعیین شده در مشخصات قرارداد تاریخ سررسید خواهد داشت. این اختیار به موجب قرارداد سلف موازی استاندارد منحصراً به خریدار سلف موازی استاندارد تعلق دارد و همراه با قرارداد انتقال می‌یابد و قابلیت معامله جداگانه ندارد.

اختیار خرید تبعی: اختیاری است که همراه با معامله سلف، از سوی خریدار به عرضه‌کننده داده می‌شود و براساس آن، اختیار خرید دارایی پایه قراردادی را که فروخته است به قیمت اعمال تعیین شده در مشخصات قرارداد در تاریخ سررسید خواهد داشت.

قیمت اعمال: قیمت خرید و فروش دارایی پایه برای خریدار و فروشنده در قالب اختیارهای تبعی است که در مشخصات قرارداد درج می‌گردد.

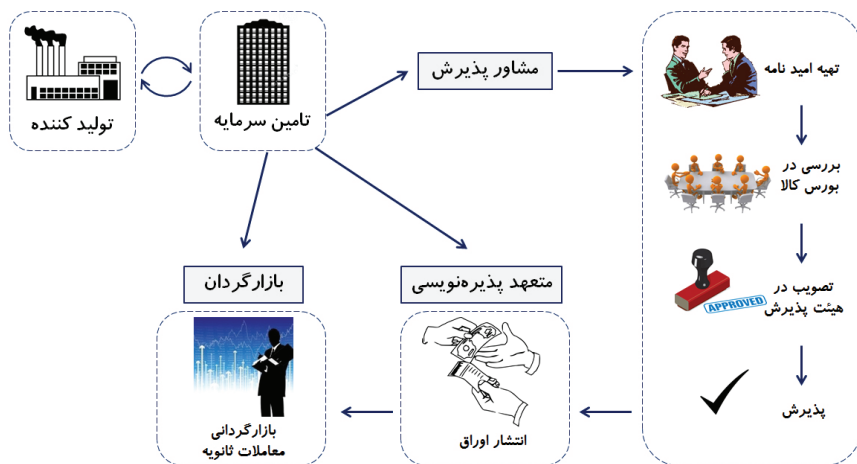
تسویه نقدی: تسویه نهایی قرارداد سلف موازی استاندارد به طور نقدی، براساس قیمت پایانی آخرین روز معاملاتی است که منجر به سقوط تعهدات طرفین می‌شود. دستورالعمل به شرطی امکان تسویه نقدی در سررسید را به فروشنده و خریدار می‌دهد که این مسئله در مشخصات قرارداد درج شده باشد.

با توجه به شکل ۶ و تعاریف فوق، در صورتی که نوسانات غیر قابل پیش‌بینی در جهت افزایش قیمت کالا رخ دهد، عرضه‌کننده می‌تواند با استفاده از اختیار خرید تبعی، ریسک خود را پوشش دهد و بر اساس قیمت اعمال اختیار خرید که در مشخصات قرارداد سلف کالای مورد معامله ذکر شده است، قرارداد را تسویه و کالا را از خریدار بخرد. در صورتی که نوسانات در جهت کاهش قیمت کالا باشد،

این امکان برای خریدار وجود خواهد داشت تا با استفاده از اختیار فروش تبعی، کالا را با قیمت اعمال اختیار فروش که در مشخصات قرارداد ذکر شده است به عرضه‌کننده بفروشد.

۴-۲- فرآیند انتشار اوراق سلف موازی استاندارد

با توجه به این که این اوراق در قالب عرضه گسترده پذیرهنویسی می‌شوند بنابراین، در کلیه مراحل پذیرش تا عرضه عمومی آن وجود نهادهای مالی متخصص در فرایند تأمین سرمایه الزامی است. از این رو، وجود نهادی مانند تأمین سرمایه با کارکردهایی مانند مشاور پذیرش، متعهد پذیرهنویسی، ضامن و بازارگردان در مراحل مختلف انتشار اوراق ضرورت دارد. در شکل ۷ مراحل انتشار این اوراق تشریح شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود شرکت تأمین سرمایه با توجه به مقررات موجود در کشور تنها نهادی است که می‌تواند هر سه کارکرد، مشاور پذیرش، متعهد پذیرهنویسی و نیز بازارگردانی را ایفا کند.



شکل ۷ - مراحل انتشار اوراق سلف

انتشار اوراق سلف سنگ آهن گل گهر به عنوان اولین نمونه انتشار اوراق سلف موازی استاندارد در تیرماه ۱۳۹۳ بسیار موفقیت آمیز بوده است. خلاصه‌ای از اوراق سلف منتشر شده در جدول ۲ قابل مشاهده است.

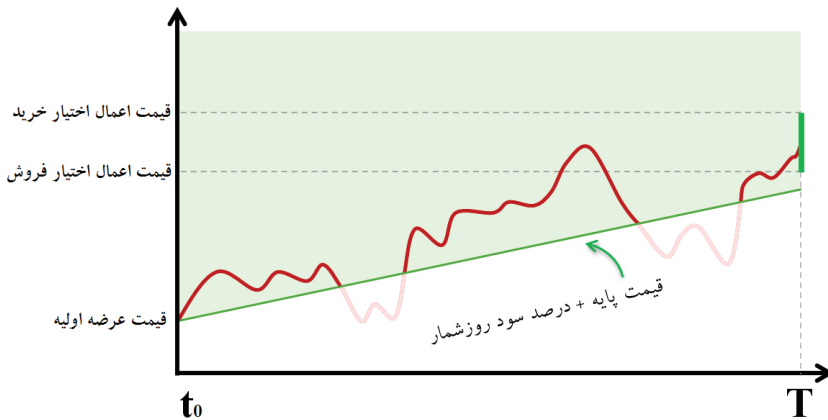
ردیف	دارایی پایه	عرضه‌کننده	حجم انتشار		دوره عرضه اولیه و معاملات ثانوی	متعهد پذیرهنویسی و بازارگردان	کانال عرضه
۱	سنگ آهن دانه بندی شده	شرکت معدنی و صنعتی گل گهر	۸۳۰ میلیارد ریال	۵۰۰،۰۰۰ تن	۱۳۹۳/۰۴/۲۲ لغایت ۱۳۹۴/۰۴/۲۲	شرکت تامین سرمایه امید	شرکت بورس کالای ایران
۲	نفت کوره	شرکت ملی نفت ایران	۵،۰۰۰ میلیارد ریال (تا آبان ماه ۱۳۹۴)		در چند نوبت با دوره‌های یکساله عرضه می‌شود.	شرکت تامین سرمایه امین	شرکت بورس انرژی
۳	PVC	شرکت پتروشیمی آبادان	۵۰۰ میلیارد ریال	۱۹،۲۵۳ تن	مرحله اول: ۱۳۹۴/۰۸/۰۹ لغایت ۱۳۹۵/۰۸/۰۹ و مرحله دوم: ۱۳۹۴/۰۸/۲۳ لغایت ۱۳۹۵/۰۸/۲۳	شرکت‌های تامین سرمایه آرمان و ملت	شرکت بورس کالای ایران
۴	سنگ آهن دانه بندی شده	شرکت معدنی و صنعتی چادرملو	۸۰۶ میلیارد ریال	۱،۰۰۰،۰۰۰ تن	۱۳۹۴/۰۸/۱۸ لغایت ۱۳۹۵/۰۸/۱۸	شرکت تامین سرمایه امید	شرکت بورس کالای ایران
۵	سیمان پرتلند تیپ ۲	شرکت سیمان سپاهان	۲۰۰ میلیارد ریال	۲۷۰،۰۰۰ تن	۱۳۹۴/۱۰/۲۸ لغایت ۱۳۹۵/۱۰/۲۸	شرکت تامین سرمایه آرمان	شرکت بورس کالای ایران
۶	کنسانتره سنگ آهن	شرکت معدنی و صنعتی گلگهر	۱۱۱ میلیارد ریال	۷۵۰،۰۰۰ تن	۱۳۹۴/۱۱/۲۶ لغایت ۱۳۹۵/۱۱/۲۶	شرکت تامین سرمایه امید	شرکت بورس کالای ایران

جدول ۲ - اوراق سلف منتشر شده در بازار سرمایه ایران

۴-۳- نقش بازارگردان

همانطور که در بخش قبل ذکر شد، یکی از کارکردهای شرکت‌های تامین سرمایه، ایفای نقش بازارگردان در معاملات ثانوی می‌باشد. بازارگردان در طول دوره عمر اوراق موظف است ضمن عملیات بازارگردانی، تقاضاهای فروش این اوراق را در حداقل قیمت تضمین شده (قیمت اوراق در عرضه اولیه به علاوه درصد سود سالیانه و روز شمار که در قرارداد بازارگردانی مشخص و در مشخصات قرارداد اعلام خواهد شد) خریداری نموده و تقاضاهای خرید اوراق سلف را نیز تا سقف اوراق در اختیار، به متقاضیان آن عرضه نماید.

بازارگردان با این کار عملاً ریسک ناشی از نوسانات منفی قیمت را در معاملات ثانوی برای خریداران پوشش خواهد داد. شکل ۸ نقش بازارگردان را در معاملات ثانوی نشان می‌دهد.



شکل ۸ - نقش بازارگردان در معاملات ثانوی اوراق سلف

۵- اهداف و مزایای قراردادهای سلف موازی

این نوع قرارداد، علاوه بر این که به تنوع ابزارهای معاملاتی بورس می‌افزاید، مزایایی را برای فعالان بازار دارا می‌باشد. با توجه به الگوی تأمین مالی بلندمدت، مزایای زیر برای انتشار این اوراق متصور می‌باشد.

۱. برخلاف اوراق مشارکت و یا اوراق استصناع که اوراق مالی پروژه محور هستند و وجوه حاصل از فروش آنها باید منحصراً در پروژه خاص مصرف شود، وجوه حاصل از فروش اوراق سلف به مالکیت ناشر اوراق در می‌آید؛ در نتیجه این امکان را به شرکت می‌دهد تا برای تأمین مالی طرح‌ها، پروژه‌ها و حتی برای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و سرمایه در گردش، با پیش فروش بخشی از محصول آینده، نیاز مالی خود را تأمین کند.^{۲۸} همچنین این اوراق می‌تواند برای اجرای سیاست‌های پولی و یا تأمین کسری بودجه دولت مورد استفاده قرار گیرد.
۲. با توجه به امکان تعریف اختیار فروش و همچنین اختیار خرید بر روی آن، بسیار انعطاف پذیر بوده و می‌توان زیان (سود از دست رفته) منتشرکننده اوراق را در صورت افزایش قیمت کالا محدود نمود و نیز حداقلی از سود را برای خریدار در نظر گرفت.
۳. این اوراق به نوعی اوراق با بازدهی مرتبط به قیمت یک کالا است و در صورت تعیین مناسب نرخ اختیارهای خرید و فروش تبعی بر روی این اوراق، می‌توان اوراق با بازده‌های مرتبط با یک شاخص کالایی را با استفاده از این اوراق شبیه‌سازی کرد.
۴. در این نوع اوراق از آنجایی که ضرورتی برای وجود ضامن بانک وجود ندارد، اعتبار شرکت عرضه‌کننده و تضامینی که نزد شرکت

سپرده‌گذاری تودیع می‌کند، ضمانت اوراق می‌باشند. از این رو، شرکت‌ها در تعیین نرخ‌های اختیار تبعی فروش و خرید آزادی عمل بیشتری دارند تا با توجه به اعتبار خود در خصوص نرخ اوراق تصمیم‌گیری کنند.

ملاک‌های انتخاب دارایی پایه قرارداد سلف موازی

کالاهایی که به عنوان دارایی پایه انتخاب می‌شوند، باید ویژگی‌های داشته باشند. شاخص‌هایی وجود دارند که مربوط به ویژگی‌های ذاتی دارایی پایه و وضعیت بازار آن دارایی هستند؛ از جمله:

۱. امکان تحویل فیزیکی دارایی پایه: دارایی پایه قرارداد سلف موازی استاندارد حتماً باید قابلیت تحویل در سررسید را داشته باشد تا در صورت درخواست تحویل فیزیکی خریدار، امکان تحویل آن فراهم باشد.
۲. استانداردپذیر بودن کالا: به دلیل انجام معاملات ثانوی در بازار، دارایی پایه باید قابلیت استانداردپذیری داشته و به صورت کلی فی‌الذمه قابل توصیف باشد.
۳. وجود مرجع قیمتی قابل اتکا: برای تعیین قیمت پایه در عرضه اولیه سلف‌های موازی استاندارد بلندمدت، باید مرجع قیمتی قابل اتکایی وجود داشته باشد تا قیمت پایه عادلانه تعریف شود.
۴. عدم وجود محدودیت قانونی برای نقل و انتقال کالا: با توجه به اینکه گاهی در مورد معاملات برخی از کالاها محدودیت‌های سیاستی اعمال می‌شود، دارایی سلف موازی استاندارد باید فاقد این محدودیت‌ها باشد.
۵. عدم وجود محدودیت قیمتی برای دارایی پایه: دارایی پایه باید از نظر سیاست‌گذاری‌های کلان مشمول قیمت‌گذاری‌های دولتی نباشد تا امکان کشف قیمت عادلانه آن در بازار معاملات ثانوی سلف موازی فراهم شود.

۶. امکان خرید دارایی برای عموم افراد اعم از مصرف کننده و سرمایه گذار: جهت عمق بخشیدن به بازار و کشف پیوسته قیمت کالاها، تعداد فعالان بازار و معامله گران مشارکت کننده در آن باید به اندازه ای باشند که فرآیند کشف قیمت به صورت رقابتی صورت گیرد. از این رو شرایط کالا باید به گونه ای باشد که امکان ورود افراد زیادی به بازار را فراهم آورد.

۶- مشخصات قرارداد سلف استاندارد

مطابق ماده ۴ دستورالعمل اجرایی معاملات سلف استاندارد در بورس کالای ایران، مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد برای هر دارایی پایه باید شامل موارد زیر باشد؛

- | | |
|---|--|
| — دارایی پایه | — حداقل تغییر قیمت |
| — مشخصات دارایی پایه و حسب مورد استاندارد دارایی پایه | — شرایط لازم جهت تحویل فیزیکی کالا و اطلاعات و مستندات مورد نیاز |
| — نام و مشخصات تولیدکنندگان و عرضه کنندگان | — قیمت اعمال در اختیار فروش تبعی (در صورت وجود) |
| — اندازه قرارداد | — قیمت اعمال در اختیار خرید تبعی (در صورت وجود) |
| — دوره عرضه اولیه قرارداد | — روش عرضه اولیه |
| — دوره معاملاتی قرارداد | — شرایط بازارگردانی طی دوره معاملاتی (در صورت وجود) |
| — دوره تحویل | — سقف حجم هر سفارش |
| — سررسید قرارداد | — دامنه نوسان قیمت |
| — حجم عرضه در عرضه اولیه | — سایر اطلاعات و مستندات به تشخیص هیأت پذیرش |
| — حداکثر حجم قابل عرضه | |
| — واحد/واحدهای پولی قیمت | |
| — مکان های تحویل | |
| — خسارتها | |

به منظور آشنایی بیشتر با این مهم، مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد پی‌وی‌سی برای نمونه در جدول ۳ آورده شده است.

جدول ۳ - مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد پی وی سی

مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد پی وی سی	
اوراق سلف موازی استاندارد پی وی سی (به همراه اختیار خرید و فروش تبعی)	نام ابزار تأمین مالی
با نام، قابل معامله در بورس کالا، معاف از مالیات	نوع اوراق
پی وی سی	دارایی پایه
پی وی سی Grade 65	مشخصات و استاندارد دارایی پایه
تأمین سرمایه در گردش شرکت پتروشیمی آبادان	هدف از عرضه
بورس کالای ایران	بازار عرضه اولیه و معاملات ثانوی
مشخصات اوراق	
حداکثر ۱۸,۰۰۰ تن به شرط آن که ارزش کل اوراق از ۵۰۰,۰۰۰ میلیون ریال بیشتر و کمتر نباشد. عرضه اولیه در دو نوبت و در هر نوبت اوراق به ارزش ۲۵۰,۰۰۰ میلیون ریال عرضه می‌گردد. فاصله زمانی عرضه‌ها در هر نوبت از یکدیگر بیشتر از ۱۵ روز نخواهد بود.	حجم عرضه اولیه
محدود به حجم عرضه اولیه در هر نوبت	حداکثر حجم قابل عرضه
۱ برگه (معادل ۰,۵ تن)	اندازه هر قرارداد
روش عرضه گسترده با قیمت ثابت	روش عرضه اولیه
نامحدود	سقف حجم هر سفارش

یک ریال	حداقل تغییر قیمت هر سفارش
-	دامنه نوسان روزانه
ریال	واحدهای پولی قیمت و ارز مورد تسویه
قیمت پایه در عرضه اولیه بر مبنای آخرین قیمت معامله شده پی وی سی ۶۵ شرکت پتروشیمی آبادان در بورس کالای ایران	قیمت خرید هر قرارداد سلف پی وی سی
۱۲۴ درصد* قیمت عرضه اولیه در سررسید اوراق	قیمت اعمال در اختیار فروش تبعی
۱۲۷,۵ درصد* قیمت عرضه اولیه در سررسید اوراق	قیمت اعمال در اختیار خرید تبعی
قیمت زمان عرضه اولیه به علاوه ۲۳ درصد سالیانه روزشمار	قیمت خرید بازارگردان در معاملات ثانوی
<p>به طور کلی بازدهی این اوراق در دو حالت قابل تبیین است: قیمت در سامانه معاملات کمتر از ۱۲۴ درصد قیمت اولیه باشد که در این صورت دارندگان اوراق می توانند با استفاده از اختیار فروش نسبت به فروش قرارداد با قیمت (۱۲۴ درصد* قیمت پایه در عرضه اولیه) به شرکت پتروشیمی آبادان اقدام نمایند. بدین ترتیب این اوراق برای سرمایه گذاران بازدهی یک ساله حداقل ۲۴ درصدی خواهد داشت. اگر قیمت در سامانه معاملات بیشتر از ۱۲۷,۵ درصد قیمت معامله باشد، در این صورت شرکت پتروشیمی آبادان با اعمال اختیار خرید، نسبت به خرید اوراق در دست سرمایه گذاران با قیمت (۱۲۷,۵ درصد* قیمت پایه در عرضه اولیه) اقدام می نماید. بدین ترتیب بازدهی اوراق سلف برای دارندگان آن برای یک سال حداکثر ۲۷,۵ درصد خواهد بود.</p>	
این اوراق سود میان دوره ای نخواهد داشت و عایدی دارندگان اوراق در سررسید به صورت تسویه فیزیکی و یا نقدی، با در نظر داشتن قیمت پی وی سی در سررسید و اعمال اختیارات تبعی، نصیبشان می گردد.	مقاطع پرداخت سود
۱ سال از تاریخ عرضه اولیه	مدت قرارداد
در اطلاعیه عرضه متعاقباً اعلام می گردد.	دوره عرضه اولیه

معاملات ثانوی و بازارگردانی

<p>از طریق شبکه کارگزاران دارای مجوز معاملات سلف استاندارد و بر اساس ضوابط بورس کالا، ۱۰ روز پس از پایان مهلت عرضه اولیه در هر نوبت.</p>	<p>معاملات ثانوی</p>
<p>بازارگردان در طول دوره عمر اوراق موظف است ضمن عملیات بازارگردانی، تقاضاهای فروش این اوراق را در حداقل قیمت تضمین شده (قیمت اوراق در عرضه اولیه به علاوه ۲۳ درصد سود سالیانه و روزشمار) برای هر برگه و بر اساس دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران، خریداری نموده و تقاضاهای خرید اوراق سلف موازی استاندارد موضوع این امیدنامه را نیز تا سقف اوراق در اختیار به متقاضیان آن عرضه نماید. توضیحات تکمیلی در بخش ۵ امیدنامه سلف موازی استاندارد پی‌وی‌سی</p>	<p>شرایط بازارگردانی طی دوره معاملاتی</p>
<p>1% حجم کل اوراق</p>	<p>حداقل سفارش انباشته</p>
<p>10% حجم کل اوراق</p>	<p>سقف تعهد معاملات روزانه</p>
<p>سندیکای بازارگردان (تأمین سرمایه ملت و آرمان) بر اساس مدل تضمین حداقل قیمت، نقدشوندگی اوراق سلف پی وی سی را قبل از سررسید تعهد مینماید و در طی دوره معاملات اوراق مذکور را با نرخ سود ۲۳ درصد به صورت سالانه و روزشمار به علاوه قیمت اوراق در عرضه اولیه، باز خرید می‌نماید.</p>	<p>نقدشوندگی اوراق قبل از سررسید</p>
<p>بر اساس مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار</p>	<p>کارمزد خرید و فروش اوراق</p>

سررسید و شرایط تحویل	
سررسید اوراق	یک سال پس از تاریخ عرضه اولیه هر نوبت انتشار
تاریخ ارائه درخواست تحویل فیزیکی	۱۰ روز پیش از سررسید
دوره تحویل	حداکثر یک ماه پس از تاریخ سررسید
مکان تحویل	درب کارخانه
امکان تحویل فیزیکی و تسویه نقدی در پایان دوره معاملاتی	دوره تحویل فیزیکی پس از زمان سررسید اوراق شروع و به مدت ۱ ماه ادامه خواهد داشت، عدم ارائه درخواست جهت تحویل فیزیکی کالا، ۱۰ روز پیش از تاریخ سررسید اوراق به منزله انصراف از تحویل دارایی پایه و انجام تسویه نقدی خواهد بود.
حداقل اوراق جهت تسویه فیزیکی	۸۰ قرارداد (معادل ۴۰ تن)
شرایط لازم جهت تحویل کالا	<p>منوط به اعلام آمادگی تحویل از سوی دارندگان قراردادهای سلف موازی استاندارد (به ترتیبی که هیأت مدیره شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تعیین و اعلام میکند) حداکثر تا پایان ساعت معاملاتی، ۱۰ روز پیش از سررسید اوراق مذکور خواهد بود.</p> <p>حداقل تعداد قرارداد جهت تحویل فیزیکی</p> <p>در صورتی که قیمت پی وی سی در تاریخ سررسید قرارداد سلف موازی استاندارد بالاتر از قیمت اعمال خرید شرکت پتروشیمی آبادان (۱۲۷٫۵ درصد) باشد و با شرط اعمال اختیار توسط این شرکت، متقاضیان تحویل فیزیکی کالای مذکور میتوانند با پرداخت مابه‌التفاوت قیمت روز بازار و قیمت اختیار خرید شرکت پتروشیمی آبادان نسبت به تحویل فیزیکی کالا اقدام نمایند.</p> <p>عملیات اجرایی تحویل:</p> <p>تحویل کالا در سررسید در محل کارخانه خواهد بود، تمامی شرایط تحویل فیزیکی کالا، مطابق با شرایط فروش کالا در بورس کالای ایران بر تحویل فیزیکی این قرارداد نیز حاکم است.</p>
خسارت ناشی از عدم تحویل کالا	شرکت متعهد به پرداخت جریمه‌های معادل ۲۵ هزارم درصد کالای تسویه نشده به ازای هر روز دیرکرد می‌باشد (طبق استاندارد بورس کالای ایران)

ارکان عرضه	
 شرکت پتروشیمی آبادان (سهامی عام)	عرضه کننده
 شرکت سرمایه‌گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تأمین (سهامی عام)	ضامن
 شرکت تأمین سرمایه آرمان	مشاور پذیرش
شرکت تأمین سرمایه ملت (سهامی خاص) و شرکت تأمین سرمایه آرمان (سهامی خاص)	متعهد خرید در عرضه اولیه
شرکت تأمین سرمایه ملت (سهامی خاص) و شرکت تأمین سرمایه آرمان (سهامی خاص)	بازارگردان
کارگزاریهای دارای مجوز معاملات سلف موازی استاندارد	عامل عرضه
 شرکت بورس کالای ایران	محل انجام معاملات
تاریخ هر نوبت از عرضه اولیه: در اطلاعیه عرضه مشخص خواهد شد، تاریخ شروع معاملات ثانوی قرارداد: حداکثر ۱۰ روز پس از پایان دوره عرضه اولیه هر کدام از نوبتها، تاریخ ارائه درخواست برای تسویه فیزیکی کالا: ۱۰ روز پیش از سررسید قرارداد، تسویه نقدی قرارداد: یکسال پس از تاریخ عرضه اولیه، دوره تحویل فیزیکی: ۱ ماه پس از اتمام عمر قرارداد.	تاریخ‌های مهم
اطلاعیه‌های مرتبط با اوراق سلف موازی استاندارد پی وی سی در پایگاه رسمی شرکت پتروشیمی آبادان به نشانی، www.abadan-petro.com بورس کالا به نشانی www.ime.co.ir ، تأمین سرمایه ملت به نشانی www.mellatib.com ، تأمین سرمایه آرمان www.armanib.com درج خواهد شد.	اطلاع رسانی

۷- چالش‌های عملیاتی انتشار اوراق سلف موازی استاندارد

عرضه‌کنندگان اوراق سلف در انتشار آن دارای ریسک اعتباری^{۲۹} هستند. هم‌اکنون قبل از انتشار اوراق سلف، عرضه‌کنندگان تضامینی را نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه تودیع می‌کنند. برای پوشش این ریسک اعتباری، در صورتی که تمرکز بر دریافت تضامین بانکی باشد، بدیهی است که هزینه‌های تأمین مالی افزایش پیدا خواهد کرد. بنابراین، یکی از چالش‌های اصلی بده - بستان موجود در هزینه‌های تأمین مالی و انتشار اوراق سلف است.

در نتیجه در حوزه اوراق سلف به دلیل وجود ریسک اعتباری فوق‌الذکر، ترجیح نهاد ناظر بر انتشار این اوراق توسط بنگاه‌های تولیدی بزرگ و صاحب نام می‌باشد، از این‌رو، ورود بنگاه‌های کوچک و متوسط با چالش‌هایی مواجه است. ضمن این‌که همان‌طور که در انتهای بخش سوم ذکر شد بنگاه‌هایی که فعالیت بازرگانی دارند با توجه به این‌که کالایی تولید نمی‌کنند، امکان ورود به این حوزه را ندارند.

۸- نتیجه‌گیری

روش تامین مالی با استفاده از اوراق سلف موازی استاندارد، مبتنی بر دارایی است. با توجه به ویژگی‌ها و مزایایی که برای اوراق سلف ذکر شد، این روش تأمین مالی نسبت به سایر روش‌های تأمین مالی نه فقط تأمین مالی سریعتری را فراهم می‌کند، بلکه هزینه کمتری را نیز برای عرضه‌کننده به همراه خواهد داشت. هم‌چنین وجود بازار ثانوی، بازارگردان، امکان تعریف اختیار خرید و فروش تبعی، عدم نیاز به وجود ضامن بانکی و از همه مهم‌تر وجود نهادی مانند بورس در ایجاد فضایی امن و شفاف برای معاملات این اوراق مؤثر خواهد بود. هم‌چنین، تجربه موفق انتشار اوراق سلف موازی استاندارد سنگ آهن شرکت معدنی و صنعتی گل‌گهر و نیز راه‌اندازی موفق سلف‌های پی‌وی‌سی شرکت پتروشیمی آبادان و سنگ آهن شرکت معدنی و صنعتی چادرملو در شرکت بورس کالای ایران و نفت کوره شرکت ملی نفت ایران در شرکت بورس انرژی همگی گواهی بر وجود این اوراق به عنوان ابزاری با کارکرد بسیار قوی در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است.

منابع

۱. شایان ارانی، شاهین؛ مصاحبه با خبرگزاری فارس؛ ۱۷.
۲. خبرگزاری تابناک،؛ سخنرانی در اتاق بازرگانی تهران؛ سلطانی، پدram.
۳. آمار معاملات بورس کالا.
۴. اسکندری، محبوبه؛ قراردادهای سلف موازی استاندارد، شماره گزارش ۹۱۹۰۳ بورس کالای ایران، ۱۳۹۱.
۵. پیره، مجید، زه تابیان، مصطفی، اصول قرارداد سلف موازی، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، زمستان ۱۳۸۶.
۶. "دستورالعمل اجرایی عرضه و معامله قرارداد سلف نفت"، مصوب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مورخ ۱۳۹۰/۰۹/۱۹.
۷. "دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای سلف موازی استاندارد نفت و فراورده های نفتی در بورس کالا" مصوب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مورخ ۸۹/۱۲/۱۴.
۸. "دستورالعمل معاملات سلف استاندارد در بورس کالا" مصوب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مورخ ۹۲/۱/۲۴.
۹. دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران " مصوب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مورخ ۱۳۸۹/۰۸/۲۲.
۱۰. شهرآبادی، ابوالفضل، بشیری، ندا، صکوک جایگزینی برای ابزار مشتقه در بازارهای مالی اسلامی نویسندگان: نشریه: اقتصاد" بورس " مرداد ۱۳۸۶ - شماره ۶۵ صفحات از ۲۰ تا ۲۵.
۱۱. صورت جلسه کمیته تخصصی فقهی، جلسه شماره ۲۷، تاریخ برگزاری ۱۶/۱۳۸۷/۵، موضوع: بررسی معاملات سلف موازی.
۱۲. صورت جلسه کمیته تخصصی فقهی، جلسه شماره ۵۴، ۵۶ و ۵۷، تاریخ برگزاری ۹۰/۸/۱۸، ۹۰/۹/۱۶ و ۱۳۹۰/۹/۳۰، موضوع: بررسی فروش سلف نفتی.

۱۳. صورت جلسه شورای عالی بورس، جلسه شماره ۷۹ و ۹۷، تاریخ برگزاری ۱۳۸۹/۱۲/۰۹ و ۱۳۹۱/۱۱/۱۶.
۱۴. فراهانی فرد، سعید؛ صکوک سلف ابزار مناسبی برای تأمین مالی و پوشش ریسک، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، مجله علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۱۳۸۸، ص ۹-۱۰.
۱۵. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب مجلس شورای اسلامی، مورخ ۱۳۸۴/۰۹/۰۱.
۱۶. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مصوب مجلس شورای اسلامی، مورخ ۱۳۸۸/۰۹/۲۵.
۱۷. معصومی نیا، غلام‌علی؛ بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای مشتقه، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷، ۷۹.
۱۸. موسویان، سیدعباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۱۹. موسویان، سیدعباس؛ اوراق سلف ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۳۹، پاییز ۱۳۸۹.
۲۰. ناصرپور، علیرضا؛ الزامات مورد نیاز برای موفقیت قراردادهای آتی، شماره گزارش ۹۰۳۲۱، ۱۳۹۱.
۲۱. ناصرپور، علیرضا؛ معاملات سلف موازی راه‌کاری برای تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی، پنجمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۹۱.
۲۲. . مجله الشرق الاوسط، ۶ ربیع الاول ۱۴۲۲ ق، ۲۹ العدد ۸۲۱۸.
23. Frank E. Vogel Samuel L. Hayes, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return*, BRILL, 1998.
24. von Pock, Alexander, *Strategic Management in Islamic Finance*, Deutscher Universitätsverlag, Aug 23, 2007.
25. Arsalan, AliTarig, Humayon, Dar, 2007, *Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization*.

26. Obaidullah, Mohammed, 2005, Islamic Financial Services, Jaddah, King Abdulaziz.
27. Muhammad Al-Amine M.A.B, 2001, Istisna” In Islamic Banking And finance, Law & Practice, A.S Noordeen.
28. Journal of Islamic Banking & Finance, 2011, The analysis of application of salam & istisna’a in Islamic financial industry.
29. Rosly, S.A., et.al. Salam As A Mode Of Agriculture Finance In Malaysia: An Analysis of Risk-Taking Behavior of Contracting Parties retrieved on 1-09-09 from <http://islamiccenter.kaau.edu.sa>
30. Aishath Muneeza, Nik Nurul Atiqah Nik Yusuf, Rusni Hassan, 2011 , The possibility of application of salam in Malaysian Islamic banking system, Humanomics, Vol. 27 Iss: 2, pp.138 – 147
31. Sharig, Nisar, 2007, Slamic Bonds (Sukuk): Its Introduction and Application.

صندوق ضمانت صکوک؛ راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی

محمد توحیدی^۱

چکیده

انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه بازار سرمایه اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار آن محسوب می‌گردد. از آغاز انتشار صکوک در بازار سرمایه تاکنون، انواع متنوعی از این اوراق شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف موازی استاندارد و سفارش ساخت به مرحله انتشار رسیده است. آمار و ارقام نشان‌دهنده این است که تاکنون ۲۱ مورد اوراق اجاره به ارزش بالغ بر ۲۳ هزار میلیارد ریال، ۴ مورد اوراق مرابحه به ارزش بالغ بر دو هزار میلیارد ریال، یک مورد اوراق سفارش ساخت به ارزش تقریبی ۱/۶ هزار میلیارد ریال، ۳ مورد اوراق سلف موازی استاندارد به ارزش ۲/۹ هزار میلیارد و حدود ۲۴ مورد اوراق مشارکت به ارزش بالغ بر ۳۸ هزار میلیارد ریال با مجوز سازمان بورس

۱ دانشجوی دکترای مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام

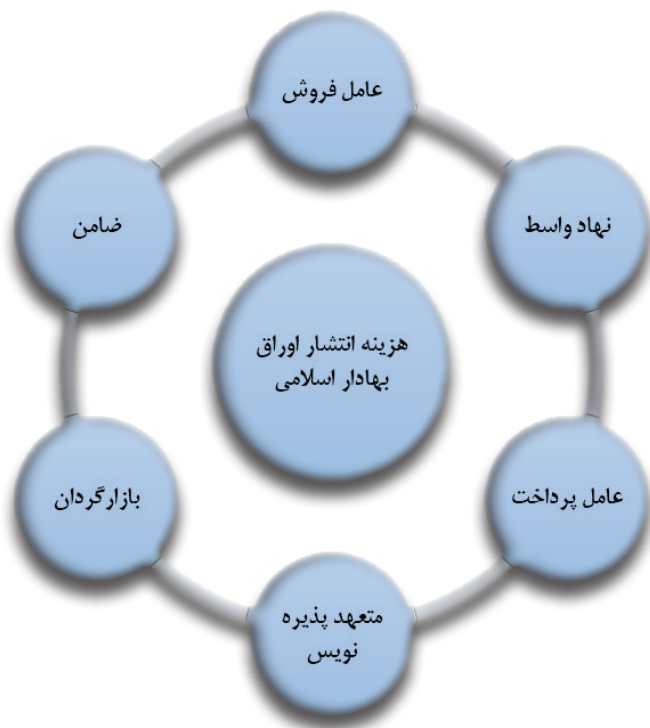
و اوراق بهادار منتشر شده است. مقایسه آمار انتشار صکوک در ایران و جهان نشان‌دهنده این است که ایران فاصله زیادی با آمار انتشار صکوک جهانی داشته و لازم است ضمن آسیب‌شناسی جدی بازار صکوک در ایران، راهکارهای عملیاتی لازم جهت توسعه روزافزون این بازار ارائه گردد. بر اساس آسیب‌شناسی انجام شده در خصوص اوراق بهادار اسلامی، یکی از چالش‌های جدی بر سر راه توسعه بازار صکوک، اصلاح و تعدیل رکن ضامن است.

در این تحقیق سعی گردیده راهکاری نوین جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی ارائه گردد که در صورت تحقق می‌تواند راه ورود شرکت‌ها و بنگاه‌های مختلف با سطوح اعتباری متفاوت را به بازار صکوک تسهیل نموده و به توسعه همراه با ثبات بازار اوراق بهادار اسلامی کمک نماید. طراحی صندوق ضمانت راهکاری مبتنی بر مشارکت متقابل بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی در ضمانت اوراق بهادار توسط خود آنان است. در این تحقیق ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق، نحوه تجهیز منابع، راهبردهای سرمایه‌گذاری و نحوه پوشش ریسک نکول توسط صندوق مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

واژگان کلیدی: اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، ضمانت، صندوق ضمانت، تکافل، صندوق سرمایه‌گذاری.

۱- مقدمه

ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران طبق دستورالعمل‌های مربوطه دارای ارکان مختلفی است که علاوه بر بانی و دارنده اوراق، می‌توان به نهاد واسط، ضامن، عامل فروش، عامل پرداخت، بازارگردان و متعهد پذیره‌نویس اشاره نمود که استفاده از هر کدام از این ارکان در ساختار انتشار اوراق، مستلزم پرداخت کارمزدها و هزینه‌های اجرایی مربوطه می‌باشد. پرداخت این هزینه‌ها بر عهده بانسی بوده و سبب بالا رفتن هزینه تأمین مالی برای بانی می‌گردد. از سوی دیگر، پیدا کردن این ارکان و انعقاد قرارداد با هر یک نیز فرآیندی زمان‌بر خواهد بود.



شکل ۱- ارکان اصلی انتشار اوراق بهادار اسلامی

این تحقیق در صدد است تا نقش رکن ضامن، چالش‌ها و مسائل مرتبط با آن و نیز راه‌حل‌های ارائه شده تاکنون را بررسی نموده، تا بتواند راهکاری مؤثر و کارآ به‌عنوان مکمل ضمانت بانکی ارائه دهد. بنابراین تمرکز این تحقیق بر روی رکن ضامن خواهد بود که بسته به نوع اوراق، پرداخت سود و اصل اوراق منتشر شده را ضمانت می‌کند.

طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید و رتبه اعتباری عامل تعیین‌کننده وجود یا عدم وجود ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی است. در صورتی که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق ماده ۲۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره وجود ضامن الزامی نخواهد بود؛ رتبه‌بندی اعتباری وضعیت مالی و سرمایه‌ای بانی را به لحاظ امکان ایفای تعهدات خویش معین می‌نماید و صلاحیت مالی وی برای پرداخت سود و اصل اوراق را مشخص می‌کند.

تا چندی پیش گرایش و تأکید سازمان بورس و اوراق بهادار بر این بوده است که رکن ضامن از بین بانکها انتخاب شود و نهادهای مالی دیگر که از نظر دستورالعمل انتشار اوراق می‌توانند رکن ضمانت اوراق را قبول کنند، معمولاً دارای مشکلاتی هستند که عملاً مشاور عرضه و نهاد ناظر از انتخاب آنها صرف نظر می‌کند. از این‌رو یک وابستگی مهم به بانکها برای پذیرش سمت ضمانت ایجاد شده است و در حال حاضر اغلب بانکها به دلایل مختلف از پذیرش این رکن خودداری می‌کنند و یا شرایط سختی را برای آن در نظر می‌گیرند. از این‌رو، باید به‌عنوان جایگزین یا مکمل ضامن بانکی، راهکاری ارائه شود تا با استفاده از آن بتوان به تسهیل تأمین مالی از طریق بازار صکوک و توسعه بیش از پیش این بازار کمک نمود.^۲

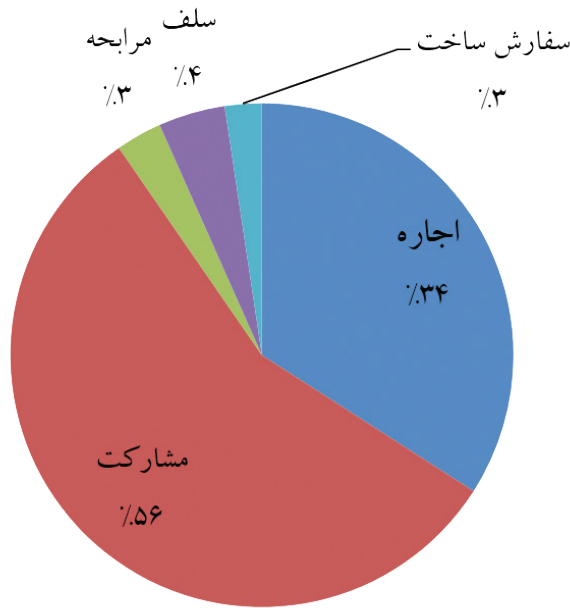
۲ خاطر نشان می‌گردد در سال ۹۴ برخی اصلاحات در مورد ضمانت در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی با تأیید هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار صورت پذیرفت که تا حدی مشکلات و مسائل مربوط به ضمانت اوراق را مرتفع نموده است.

۲- وضعیت اوراق بهادار اسلامی در ایران

انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه نظام تأمین مالی اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار بازار سرمایه اسلامی محسوب می‌گردد. سابقه انتشار اوراق بهادار اسلامی با مجوز نهاد ناظر بازار سرمایه به سال ۱۳۸۴ برمی‌گردد. البته پس از تصویب آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۸۳/۴/۱۷، اولین اوراق مشارکت بورسی منتشر گردید. سابقاً شرکت‌ها تنها با مجوز بانک مرکزی امکان انتشار اوراق مشارکت را داشتند. علاوه بر انتشار اوراق مشارکت، تاکنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق اجاره، مرابحه، سلف، جعاله، منفعت، سفارش ساخت، وقف، قرض الحسنه، مضاربه، مزارعه و مساقات در کمیته فقهی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و الگوهای عملیاتی انتشار این اوراق مورد تأیید این کمیته قرار گرفته‌اند که از این بین اوراق اجاره، مرابحه، سلف و سفارش ساخت به مرحله انتشار نیز رسیده است، اما مابقی اوراق در مرحله تدوین قوانین و دستورالعمل‌های مرتبط هستند.

آمار و ارقام نشان‌دهنده این است که تاکنون ۲۱ مورد اوراق اجاره به ارزش بالغ بر ۲۳ هزار میلیارد ریال، ۴ مورد اوراق مرابحه به ارزش بالغ بر دو هزار میلیارد ریال، یک مورد اوراق سفارش ساخت به ارزش بالغ بر ۱/۶ هزار میلیارد ریال، ۴ مورد اوراق سلف موازی استاندارد به ارزش تقریبی ۲/۹ هزار میلیارد ریال و ۲۴ مورد اوراق مشارکت به ارزش بالغ بر ۳۸ هزار میلیارد ریال تحت نظر سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر شده است که در مجموع برابر با ۶۷/۵ هزار میلیارد ریال می‌باشد. کل صکوک جهانی منتشر شده در ارزهای رایج مختلف از سال ۲۰۰۱ تا مارس ۲۰۱۵، بالغ بر ۷۳۷ میلیارد دلار می‌باشد که حدود ۱۳۸ میلیارد دلار آن مربوط به انتشار بین‌المللی صکوک و ۵۹۹ میلیارد دلار آن مربوط به

انتشار داخلی صکوک در کشورهای مختلف است. در این میان مالزی توانسته است هم‌چنان پیشگامی خود را در بازار صکوک حفظ کند به گونه‌ای که سهم مالزی در کل صکوک منتشره جهانی حدود ۷۰ درصد است. در انتشار داخلی صکوک، سهم مالزی حدود ۸۰ درصد کل انتشار داخلی صکوک در جهان بوده است، در حالی که در انتشار صکوک بین‌المللی امارات متحد عربی با سهم بازار حدود ۴۰ درصدی توانسته بیشترین سهم را به خود اختصاص دهد (IIFM, 2015).



نمودار ۱- آمار انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران (دارای مجوز نهاد ناظر بازار سرمایه)

مقایسه آمار انتشار صکوک در ایران و جهان، نشان‌دهنده این است که ایران فاصله زیادی با آمار جهانی انتشار صکوک دارد و لازم است علاوه بر استفاده از تجربه کشورهای موفق، با آسیب‌شناسی دقیق بازار صکوک در ایران، راهکارهای عملیاتی لازم جهت توسعه روزافزون این بازار ارائه گردد.

۳- اهمیت و نقش ضامن در ارتقای کیفیت اعتباری اوراق بهادار اسلامی

ضمانت نقش مهمی در مدیریت ریسک نکول ساختار صکوک و افزایش اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران به این بازار دارد. ضمانت شخص ثالث از جمله سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری^۳ در تأمین مالی ساختار یافته^۴ و تبدیل دارائی به اوراق بهادار^۵ محسوب می‌گردد که به بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی ساختاریافته کمک می‌کند. این سازوکارها بخشی مهم از فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار محسوب گردیده و برای رتبه‌بندی اوراق از سوی مؤسسات رتبه‌بندی، دارای اهمیت زیادی است. در ساختار صکوک به‌عنوان فرآیند اوراق بهادارسازی اسلامی نیز استفاده از این سازوکارها لازم و با اهمیت می‌باشد. از جمله مزیت‌های استفاده از سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری می‌توان به بهبود کیفیت اعتباری اوراق و کاهش ریسک نکول اوراق، بهبود رتبه اعتباری اوراق، کاهش هزینه‌های انتشار اوراق، افزایش اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران و به تبع افزایش جذابیت و تقاضا برای اوراق از سوی سرمایه‌گذاران اشاره نمود.

انواع سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری را می‌توان در دو دسته کلی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مازاد، وثیقه‌گذاری بیش از حد، ذخیره یا وثیقه نقدی جزء سازوکارهای درونی ارتقای رتبه اعتباری و ضمانت‌های مالی، بیمه‌ها و اعتبار اسنادی جزء سازوکارهای بیرونی ارتقای رتبه اعتباری محسوب می‌گردند (Dwight Asset Management Company, 2005).

هم‌چنین، سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری را در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان در سه دسته طبقه‌بندی نمود (Faboozi, 2008):

-
- 3 Credit Enhancements
 - 4 Structured Finance
 - 5 Securitization

الف. سازوکارهای فراهم شده توسط بانى

سازوکارهای فراهم شده توسط بانى شامل حمايت‌های اعتبارى می‌شود که در آن بخشى از ريسک اعتبارى اوراق، توسط خود بانى يا فروشنده پذيرفته می‌شود. ارتقاى اعتبارى فراهم شده توسط بانى شامل مشارکت و کمک بانى جهت افزايش کيفيت اعتبارى اوراق می‌گردد که می‌تواند به شکل نقدى، دارايى‌هائى اضافه بر تعهدات، يا سودهای ذخيره شده باشد. از جمله سازوکارهای ارتقاى رتبه اعتبارى فراهم شده توسط بانى می‌توان به شکاف يا سود اضافى^۶، وثيقه نقدى^۷ و وثيقه‌گذارى بيش از حد^۸ اشاره نمود.

ب. سازوکارهای ساختارى

چند طبقه‌نمودن و ترنچينگ اوراق بهادار به‌عنوان یک سازوکار ساختارى ارتقاى کيفيت اعتبارى، اين امکان را می‌دهد تا اوراقى طراحی شوند که رتبه اعتبارى آن‌ها بالاتر از متوسط رتبه اعتبارى مجموعه دارايى‌های پایه گردد و يا بر اساس مجموعه‌ای از دارايى‌های بدون رتبه اعتبارى، بتوان اوراق بهادار داراى رتبه اعتبارى مناسب طراحی کرد (Fender, 2005).

در اوراق بهادار چند طبقه^۹، معمولاً چند طبقه اوراق (اوراق با اولويت^{۱۰} و یک يا چندین طبقه اوراق بدون اولويت^{۱۱}) منتشر می‌گردد که در اين ساختار، اوراق بدون اولويت در واقع سطوح پوشش ريسک اعتبارى اوراق با اولويت است و در واقع اوراق با کيفيت اعتبارى پايين‌تر سپر اوراق با کيفيت بالا در مقابل زيان‌های نکول دارايى پایه می‌شوند. اگر در مجموعه دارايى پایه نکولى صورت پذيرد، ابتدا

6 Excess Spread or Profit

7 Cash Collateral

8 Overcollateralization

9 Multi_Class Tranching

10 Senior Bonds

11 Subordinated Bonds

این اوراق بدون اولویت هستند که متحمل زیان شده و اوراق با اولویت تنها زمانی متحمل زیان خواهند شد که مقدار زیان محقق شده فراتر از اصل و سود اوراق با اولویت پایین تر و اوراق بدون اولویت باشد.

ج. سازوکارهای فراهم شده توسط شخص ثالث

سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری توسط شخص ثالث از طریق تضمین شخص ثالثی غیر از ناشر اوراق بهادار اسلامی صورت می‌پذیرد. انواع متعددی از سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث وجود دارند که شامل ضمانت‌های مالی، اعتبارات اسنادی و بیمه‌های دارایی می‌شوند. نکته حایز اهمیت در این روش این است که سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری توسط شخص ثالث در معرض ریسک اعتباری شخص ثالث قرار دارند. این ریسک وجود دارد که ضمانت‌کننده ثالث رتبه‌اش تنزل پیدا کند و بسته به عملکرد مجموعه دارایی، طبقات اوراق ضمانت شده تنزل پیدا کنند، یا شخص ثالث ممکن است نتواند از عهده تعهداتش برآید. علاوه بر این، روش‌های ارتقای کیفیت اعتباری توسط شخص ثالث جزء هزینه‌های سازوکار محسوب می‌گردند.

با توجه به رشد روز افزون ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در کشورهای اسلامی، لزوم استفاده از سازوکارهای ارتقای کیفیت و رتبه اعتباری جهت افزایش جذابیت و تقاضا برای این ابزارها، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، افزایش شفافیت و رشد پایدار بازارهای مالی امری مهم و ضروری به نظر می‌رسد و این سازوکارها می‌توانند نقش مهمی را در ارتقای کارایی خدمات مالی اسلامی در بازارهای سرمایه اسلامی ایفا نمایند.

وجود رکن ضامن در ساختار صکوک به‌عنوان یکی از سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث، موجب پوشش ریسک نکول احتمالی ناشران اوراق بهادار و افزایش اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران اوراق بهادار

اسلامی است. در واقع، در صورتی که ناشر اوراق بهادار اسلامی از پرداخت اصل و سود اوراق (بسته به نوع اوراق) ناتوان باشد و یا در تسویه پرداخت‌های خود به دارندگان اوراق تأخیر داشته باشد، این رکن ضامن است که باید تعهدات ناشر را در قبال دارندگان اوراق ایفا نماید.

۴- شرایط ضامن و ضمانت در اوراق بهادار اسلامی

برخی شرایط و ضوابط که در دستورالعمل‌های انتشار اوراق بهادار اسلامی به آن‌ها اشاره شده به شرح ذیل است:

الف. ضامن باید مستقل از بانی باشد: تبصره ۱ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره مقرر می‌دارد ضامن باید مستقل از بانی باشد؛ زیرا قانون‌گذار به دنبال آن است که ضامن و مضمون عنه جدا از یکدیگر باشند تا اگر بانی در امر پرداخت سود و اصل اوراق ناتوان شد، ضامن نسبت به ایفای تعهدات او اقدام نماید. در صورتی که ضامن وابسته به بانی باشد به طوری که شعبه یا نماینده بانی باشد، این امر محقق نخواهد شد. به نظر می‌رسد تعیین حدود وابستگی میان بانی و ضامن خود امری پیچیده باشد.

ب. ضامن باید ملاتئ لازم برای امر ضمانت را داشته باشد: ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره تنها مؤسسات و نهادهای مالی از جمله بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... را در نقش ضامن می‌پذیرد. این امر به این معناست که ملاتئ و وضعیت مالی مطلوب برای ضامن شرط خواهد بود؛ بنابراین اگر غیر از این مؤسسات به عنوان ضامن قرار گیرند قرارداد قابل فسخ خواهد بود.

ج. ضامن در صورتی متعهد به پرداخت مبلغ مورد ضمانت است که بانی از پرداخت آن خودداری نماید: به‌طور معمول و در حالت اطلاق، عقد ضمانت باعث بری شدن ذمه مضمون عنه و مشغول شدن ذمه ضامن خواهد شد، اما این امکان برای ضامن در ماده ۶۹۹ قانون مدنی پیش‌بینی شده است که التزام خویش به پرداخت دین را منوط به عدم تأدیه مضمون عنه نماید. به‌عنوان نمونه، در عقد ضمانتی که در اوراق اجاره طراحی شده است این قید در تعهدات ضامن گنجانیده شده و مقرر می‌دارد: "ضامن موظف است، در صورت عدم پرداخت مبالغ اجاره‌بهای دارایی/ دارایی‌ها توسط بانی به ناشر، در مواعد مقرر بر اساس قرارداد فی‌مابین، وجوه مربوطه را حداکثر ظرف مدت چهار روز به ناشر پرداخت نماید". بنابراین، ضامن در اوراق اجاره در صورتی متعهد به پرداخت و تأدیه دیون بانی است که بانی به تعهدات خویش عمل ننماید.

د. ضمانت ضامن صرف‌نظر از روابط مبنائی میان ضامن و بانی است: ضامن در هر صورت موظف است تا تعهداتی که از سوی بانی صورت نگرفته است، را بر عهده گیرد؛ هرچند بانی در قبال ضامن تعهدات خویش را نادیده انگاشته باشد. این قید در قرارداد ضمانت در اوراق اجاره آمده است و مقرر می‌دارد: "تعهدات ضامن در این قرارداد در برابر ناشر از هر حیث بدون قید و شرط بوده و ایرادات راجع به تعهدات بانی در مقابل ضامن اثری بر اجرای تعهدات این قرارداد توسط ضامن ندارد و ضامن نمی‌تواند به عذر عدم تأمین وجوه کافی یا عدم پرداخت مبلغ کارمزد یا هر دلیل دیگری انجام تعهدات خود در این قرارداد را به تعویق انداخته یا معلق نماید".

و. در برخی شرایط نیاز به ضامن الزامی نخواهد بود: در صورتی که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی (اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت) وجود ضامن الزامی نخواهد. همچنین پس از اصلاح دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی (ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و مرابحه و ماده ۴ دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت) در صورت احراز برخی شرایط، وجود ضامن الزامی نخواهد بود که در بخش‌های بعد به آن‌ها اشاره خواهد شد.

۵- چالش‌های مربوط به رکن ضامن

هر چند که طبق دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت این امکان وجود دارد که ضامن توسط بانی و با تأیید سازمان از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی انتخاب شوند، اما طی سالیان گذشته گرایش و تأکید سازمان بورس و اوراق بهادار بر آن بوده که رکن ضامن از بین بانک‌ها انتخاب شود و نهادهای مالی دیگر که از نظر دستورالعمل انتشار اوراق میتوانند رکن ضمانت اوراق را قبول کنند، معمولاً دارای مشکلاتی هستند که عملاً مشاور عرضه و نهاد ناظر از انتخاب آنها صرف نظر میکند. آمار ضامن‌های صکوک منتشره تاکنون این واقعیت را تأیید می‌کند. با توجه به جدول شماره ۱، از صکوک منتشره تاکنون، در ۳۸ مورد ضامن از میان بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری، در یک مورد از میان شرکت‌های تأمین سرمایه، در نه مورد از میان هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و در سه مورد ضامن به صورت مشترک از میان بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه انتخاب گردیده است.

ردیف	نوع ضامن	اوراق مشارکت	اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت
۱	بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری	۱۸	۲۰
۲	شرکت تأمین سرمایه	-	۱
۳	هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری	۵	۴
۴	مشترک بین بانک و تأمین سرمایه	۱	۲

جدول شماره ۱- آمار نهادهای مالی پذیرفته شده جهت ضمانت اوراق بهادار

واضح است که یک وابستگی مهم به بانکها برای پذیرش سمت ضمانت ایجاد شده است و در حال حاضر اغلب بانکها به دلایل مختلف از پذیرش این رکن خودداری میکنند و یا شرایط سختی را برای آن در نظر می‌گیرند. از طرف دیگر، استفاده از ضامن بانکی در انتشار صکوک سبب ایجاد محدودیت‌هایی در نرخ سود اوراق نیز خواهد شد و لازم است نرخ سود با هماهنگی بانک مرکزی تعیین گردد که در تبصره ۲ ماده ۷ سیاست‌های ابلاغی پولی، اعتباری و نظارتی نظام بانکی کشور در سال ۹۰ به آن اشاره گردیده است.^{۱۲} به نظر می‌رسد طی سالیان گذشته از نقش بیمه‌ها و سازوکارهای بیمه‌ای در بازار سرمایه غفلت شده است، در حالی که بیمه‌ها می‌توانند نقش‌های ضمانتی اوراق را به خوبی به عهده بگیرند؛ زیرا وظیفه تخصصی این نهادها بیمه و پوشش ریسک است، اما نهادهایی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه چه بسا نتوانند به صورت جدی رکن ضمانت اوراق بهادار را تقبل کنند؛ چون وظیفه اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی است و از طرفی این دو فعالیت حجم زیادی از سرمایه این نهادها را درگیر میکند. از این رو، ممکن است شرایط کفایت سرمایه در این نهادها اجازه ندهد وارد ضمانت اوراق با حجم بالا شوند. حتی سازمان نیز توصیه میکند تا حد ممکن از ضامن بانکی استفاده شود زیرا درگیر نمودن سرمایه شرکت‌های تأمین سرمایه در فعالیتهای دیگر، این نهادها را با ریسک بیشتر مواجه می‌کند.

باید توجه داشت که منوط نمودن انتشار اوراق به وجود ضامن بانکی، در واقع گره زدن توسعه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به بازار پول است و در صورتی که این رویه ادامه پیدا کند حتی در بلندمدت نیز تغییر چشم‌گیری در سهم بازار سرمایه ایران در تأمین مالی به وجود نخواهد آمد.

از الزامات توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی، توسعه کمی و کیفی ارکان مکمل

۱۲ نرخ صکوک منتشره در بازار پول که با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار صادر می‌شود و یا دارای ضمانت موسسات اعتباری است، با هماهنگی بانک مرکزی تعیین می‌گردد.

در انتشار اوراق بهادار اسلامی است. اولین سئوالی که در این زمینه مطرح می‌شود این است که در صورت افزایش حجم انتشار انواع صکوک و توسعه این بازار، توان حمایت سالیانه ارکان فعلی فرآیند انتشار اوراق صکوک (شامل: ضامن، بازارگردان، متعهدپذیره نویسی و ...) به چه میزان است؟ با نگاهی مختصر به ظرفیت کنونی نهادهای مکمل در انتشار اوراق بهادار اسلامی، می‌بینیم که یکی از ملزومات اساسی توسعه بازار صکوک، توسعه نهادهای مالی مکمل در بازار سرمایه چون نهادهای ضامن، شرکت‌های تأمین سرمایه و ... است. همچنین، همان‌طور که پیش از این اشاره گردید برای کاهش هزینه‌های انتشار صکوک و سوق دادن متقاضیان تأمین مالی به سمت این بازار، لازم است به این سمت برویم که تا حد امکان ارکان انتشار صکوک مانند رکن ضامن را حذف یا اصلاح نموده تا بانیان بتوانند با هزینه کمتر و سهولت بیشتر اقدام به تأمین منابع مالی خود کنند.

۶- راهکارها برای رفع چالش‌های مربوط به رکن ضامن

تاکنون آسیب‌شناسی راجع به اوراق بهادار اسلامی از سوی طرف سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت مدیریت دارایی مرکزی، شرکت تأمین سرمایه لوتوس پارسیان و ... صورت گرفته که به بررسی چالش‌ها و مشکلات بازار صکوک، از جمله مشکلات مربوط به رکن ضامن پرداخته‌اند. در این آسیب‌شناسی، راهکارهایی جهت رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن ارائه شده که در ادامه به برخی از مهم‌ترین راهکارها اشاره می‌گردد.

- رتبه‌بندی اوراق در راستای تعادل در ریسک و بازدهی اوراق بدهی؛
- اجازه انتشار اوراق بدون ضامن یا انتشار بخشی از اوراق یک ناشر بدون ضامن و بخشی با ضامن و ایجاد تفاوت در نرخ اوراق با توجه

به وجود یا عدم وجود ضامن و نوع ضامن؛

- محدود کردن ضمانت تنها به سود اوراق و نه به اصل آن؛
- حذف رکن ضامن از طریق پذیرش وثیقه کردن سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس.

در راستای رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن و تسهیل ضوابط و مقررات مربوط به آن، در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی و با توجه به راهکارهای ارائه شده از سوی نهادهای فعال در انتشار صکوک مانند شرکت‌های مشاور عرضه، برخی اصلاحات از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی اعمال گردید که عبارتند از:

- عدم نیاز به ضامن برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران.
- عدم نیاز به ضامن برای شرکت‌هایی که امتیاز نهایی اطلاع رسانی آن‌ها براساس آخرین گزارش واحد نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار مساوی و یا بیشتر از ۷۵ باشد.
- امکان توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه اوراق بهادار به جای ضامن.

در مورد سوم با تأیید سازمان و با رعایت دستورالعمل توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، این امکان وجود دارد که اوراق بهادار با شرایط مندرج در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، به نفع نهاد واسط برای پشتیبانی از تعهدات ناشر وثیقه شود. اوراق بهادار مورد وثیقه می‌تواند متعلق به بانی یا هر شخص دیگری باشد و مطابق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی اوراق مذکور باید به نفع نهاد واسط توثیق گشته و مالک وثیقه باید نسبت به اعطای وکالت با اختیار فروش وثیقه به نهاد واسط به صورت بلاعزل تام الاختیار با حق توکیل به غیر و با سلب حق ضم امین و با سلب حق

انجام موضوع وکالت از خود تا پایان ایفای تعهدات مرتبط با اوراقبهدار منتشره اقدام نماید (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹ و اصلاح شده در ۱۳۹۰ و ۱۳۹۴، ماده ۵، تبصره ۲ و ۳) (دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، ۱۳۹۰، ماده ۵، تبصره ۲ و ۳).

هر چند اصلاحات اعمال شده در دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی (اجاره، مرابحه و سفارش ساخت) گامی مهم در جهت افزایش ظرفیت انتشار اوراق بهادار اسلامی با رویکرد توسعه تأمین مالی در بازار اولیه محسوب می‌گردد اما کماکان لازم است جهت مدیریت ریسک نکول ناشران اوراق بهادار اسلامی، افزایش اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به این ابزارها، تسهیل تأمین مالی از طریق صکوک و توسعه روزافزون بازار اوراق بهادار اسلامی به دنبال راهکارهای کارآ و مؤثر باشیم.

این تحقیق در صدد است راهکاری نوین در ضمانت اوراق بهادار اسلامی، به‌نام صندوق ضمانت ارائه نماید. طراحی صندوق ضمانت می‌تواند یک نوآوری و طرح ابتکاری از سوی بازار سرمایه ایران جهت توسعه بازار صکوک در فضای داخلی و بین‌المللی محسوب گردد. کارکرد این صندوق تعهد پرداخت اصل و سود اوراق بهادار اسلامی (بسته به نوع اوراق) در صورت نکول بانی است. به نظر می‌رسد ضمانت از طریق صندوق، از طرفی وابستگی ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی به بانک‌ها را کاهش داده که به نوبه خود سبب سهولت در ضمانت اوراق بهادار اسلامی و کاهش ریسک سیستمیک بین بازارهای مالی خواهد گردید، همچنین این روش سبب کاهش تمرکز ریسک بر روی یک نهاد مالی خاص مانند بانک می‌گردد؛ در این روش به‌جای انتقال ریسک به یک ضامن مانند بانک، این امکان فراهم گردیده است که ریسک نکول بین طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران نهادی توزیع گردد.

۷- صندوق ضمانت صکوک

صندوق ضمانت صکوک نهادی مالی است که با هدف تضمین اوراق بهادار اسلامی شکل گرفته و مجوز تأسیس و فعالیت آن توسط نهاد ناظر بازار سرمایه صادر شده و فعالیت آن تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است.

در این راهکار، صندوق ضمانت صکوک جایگزین یا مکمل رکن ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهد شد و این صندوق شخص حقوقی خواهد بود که پرداخت مبالغ و جوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به ناشر می‌باشد، تعهد و تضمین می‌نماید. این سازوکار مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش ریسک توسط خود متقاضیان انتشار اوراق بهادار اسلامی است.

۷-۱- مزایای ضمانت از طریق صندوق

افزایش ظرفیت ضمانت اوراق بهادار اسلامی و به‌عنوان مکملی برای ضمانت بانکی: با توجه به ظرفیت محدود بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری، با فراهم آوردن ضمانت از طریق این صندوق، ظرفیت ضمانت اوراق بهادار اسلامی افزایش یافته که این امر به توسعه بازار صکوک و ورود ناشران مختلف به این بازار کمک خواهد نمود.

- **افزایش سهولت و دسترسی بانیان مختلف انتشار اوراق بهادار اسلامی:** این صندوق کمک خواهد نمود که شرکت‌ها و ناشران مختلف (کوچک و بزرگ، بورسی و غیر بورسی) به صندوق جهت ضمانت اوراق بهادار اسلامی خود دسترسی داشته باشند، در حالی امکان استفاده آن‌ها از ضمانت بانکی ممکن است محدودتر و پرهزینه‌تر باشد.

- **توزیع ریسک نکول:** در ضمانت از طریق صندوق، ریسک نکول بانیان، به جای تجمیع و تمرکز بر روی بانک و یا نهادی خاص، بین طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران توزیع می‌شود.
- **امکان استفاده از منافع و بازدهی صندوق:** در صورتی که صندوق از الگوی تکافل استفاده کرده و بانیان انتشار صکوک، مالکان صندوق باشند، در این صورت اصل سرمایه و منافع و بازدهی صندوق در صورت عدم نکول بانیان پس از کسر کارمزدهای مربوطه، متعلق به خود بانیان است که در قسمت‌های بعدی به تفصیل تبیین می‌گردد.
- **کاهش تضاد منافع میان بانیان و صندوق:** در صورتی که صندوق از الگوی تکافل استفاده کرده و بانیان انتشار صکوک، مالکان صندوق باشند، در این صورت، صندوق بر اساس کمک متقابل و پذیرش متقابل ریسک توسط بانیان شکل گرفته، که این امر سبب کاهش تضاد منافع میان بانیان و صندوق خواهد بود.
- **رفع محدودیت‌های مربوط به تعیین نرخ بازدهی صکوک:** طبق مصوبات شورای پول و اعتبار، در صورتی که انتشار اوراق مستقل از سیستم بازار پول باشد و از ضمانت بانکی استفاده نشده باشد، ناشر می‌تواند تا ۳ درصد بیشتر از نرخ‌ای نظام بانکی به دارندگان اوراق سود پرداخت کند، اما در مواردی که سود صکوک منتشره دارای ضمانت مؤسسات اعتباری باشد، لازم است نرخ اوراق با هماهنگی بانک مرکزی تعیین شود.
- **کاهش تشریفات بروکراتیک برای ضمانت:** به نظر می‌رسد تشریفات اداری ضمانت از طریق صندوق کمتر از ضمانت بانکی فعلی باشد.

۸- تجربه صندوق ضمانت صکوک در سایر کشورها

تنها موردی که صندوق ضمانت به صورت تخصصی جهت تضمین صکوک طراحی شده است، مربوط به مؤسسه اسلامی بیمه سرمایه‌گذاری و اعتبار صادرات (ICIEC¹³) است. این مؤسسه عضوی از گروه بانک توسعه اسلامی است که در سال ۱۹۹۴ به‌عنوان یک نهاد بین‌المللی با شخصیت حقوقی مستقل راه‌اندازی گردید. هدف از تأسیس این نهاد برای ارتقا، حمایت و تضمین سرمایه‌گذاری میان کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اسلامی (OIC) می‌باشد. خاطر نشان می‌گردد همه فعالیت‌ها، ساختارها، قوانین و سیاست‌های ICIES منطبق با اصول شریعت اسلام می‌باشد. اخیراً هیأت مدیره ICIES تحت ریاست گروه بانک توسعه اسلامی تصویب نموده که محصولات بیمه‌ای جدیدی تحت عنوان صندوق بیمه و ضمانت صکوک خارجی در راستای تسهیل جریان سرمایه‌گذاری و تأمین مالی کشورهای عضو ارائه گردد. ICIES عنوان کرده که این محصول در نوع خودش منحصر به فرد و ابتکار این شرکت محسوب می‌گردد و بیمه صکوک دسترسی کشورهای عضو را به بازارهای سرمایه بین‌المللی تسهیل خواهد نمود. این محصول بیمه‌ای فعالاً برای صکوک اجاره مورد استفاده قرار گرفته و پرداخت‌های دوره‌ای اجاره‌بها و همچنین پرداخت اصل در سررسید را تضمین می‌کند و در آینده برای ساختارهای دیگر صکوک نیز استفاده خواهد شد.

عنوان	توضیحات
نوع صکوک	صکوک اجاره دولتی
بیمه‌گذاران	وکیل دارندگان صکوک (به‌عنوان مثال نهاد واسط (SPV) یا مدیر صندوق سرمایه‌گذاری در صکوک)
مستأجر	کشورهای عضو سازمان همکاری‌های اسلامی (OIC)
رتبه ریسک بانی	طبقه ریسکی C و D (معادل با BBB و BB)

ریسک‌های پوشش داده شده	عدم پرداخت: سود(اجاره‌بهای) دوره‌ای مبلغ بازخرید در سررسید
مقدار پوشش داده شده	در صورتی که حجم انتشار صکوک بالا باشد، ICIES ممکن است نتواند کل انتشار صکوک را بیمه کند، در این صورت ICIES با تنظیم کننده صکوک ^۲ توافق می‌کند که تنها یک ترنچ صکوک را بیمه نماید که در آن ترنچ، همه سرمایه‌گذاران به صورت یکسان بیمه خواهند شد.
درصد پوشش	حداکثر تا ۹۵ درصد

جدول ۲- مشخصات اوراق اجاره مشمول ضمانت ICIES صکوک^{۱۴}

مزیت‌های این محصول بیمه‌ای عبارتست از:

- بیمه سرمایه‌گذاران در برابر زیان ناشی از نکول بانیان انتشار صکوک؛
- ارتقای کیفیت اعتباری صکوک؛
- ارزشگذاری بهتر برای صکوک منتشره.

این مؤسسه برای تضمین صکوک و سایر تعهدات خود، از صندوق ضمانت استفاده می‌کند که بر اساس الگوی تکافل اداره شده و شرکت در راستای تطبیق با الگوی تکافل، دو صندوق جداگانه را نگهداری می‌کند:

- صندوق بیمه‌گذاران: این صندوق شامل سهم‌های حق بیمه بیمه‌شوندگان، بازیافت‌ها از مبالغ پرداخت شده برای جبران خسارت و هزینه‌های عملیات بیمه پرداخت شده است.
- صندوق سهام‌داران: این صندوق شامل سرمایه پرداخت شده و ذخایر تجمعی می‌باشد و از این منابع کسری صندوق بیمه‌گذاران از طریق وام بدون بهره جبران می‌شود.

۸-۱- سازوکار و کارکرد صندوق ضمانت

در این راهکار، صندوق ضمانت صکوک جایگزین یا مکمل رکن ضامن در ساختار انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهد شد و این صندوق پرداخت مبالغ و وجوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به دارندگان اوراق می‌باشد، تعهد و تضمین می‌نماید. در این راهکار، هر یک از بنیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، به‌جای پرداخت کارمزد سالانه بین نیم تا دو درصد به ضامن بانکی، این کارمزد را به‌صورت یک‌جا یا به‌صورت تدریجی سالانه به صندوق پرداخت کرده، در عوض صندوق، ضمانت بانی انتشار صکوک را در قبال دارندگان اوراق بر عهده گرفته و در صورت نکول بانی، متعهد به پرداخت تعهدات بانی به دارندگان اوراق خواهد بود. این سازوکار مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش ریسک توسط خود متقاضیان انتشار اوراق بهادار اسلامی است. برای طراحی عملیاتی صندوق ضمانت، می‌توان الگوهای متفاوتی را مورد بررسی قرار داد، در این تحقیق برای تعیین الگوی عملیاتی مناسب برای این صندوق مؤلفه‌ها و عناصر زیر مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است:

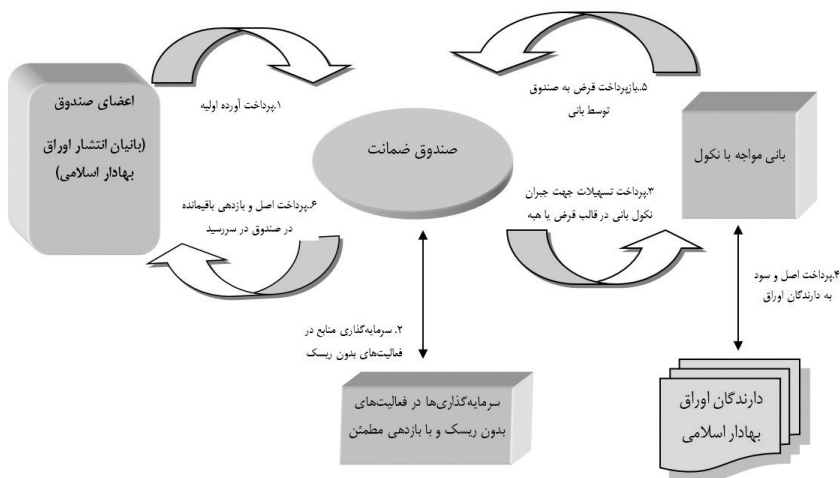


شکل ۲- مؤلفه‌های مهم در طراحی صندوق ضمانت صکوک

۸-۲- مالکیت و مدیریت صندوق

۸-۲-۱- رابطه اصیل- وکیل

بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌توانند تنها مؤسسان صندوق ضمانت باشند؛ در این صورت، کارکرد این نوع صندوق بسیار شبیه به صندوق تکافل است که در آن بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، جهت تضمین اوراق بهادار خودشان، صندوقی را شکل داده و مبالغی را به‌عنوان آورده اولیه (به‌صورت ثابت و یا متغیر بسته به حجم انتشار و رتبه اعتباری اوراق خود) در این صندوق قرار می‌دهند و فردی را به نمایندگی از خود و با موافقت مراجع ذیصلاح، به‌عنوان مدیر صندوق معرفی می‌نمایند. در مرحله بعد، مدیر صندوق به وکالت از بانیان عضو صندوق، مبالغ جمع‌آوری شده را در فعالیت‌های بدون ریسک، نقدشونده و با بازدهی مطمئن سرمایه‌گذاری نموده و در صورتی که بانیان متقاضی ضمانت با مشکل نقدینگی برای ایفای تعهداتشان مواجه نشوند، مدیر صندوق موظف است پس از کسر حق‌الزحمه خود، اصل و بازدهی صندوق را در پایان عمر صندوق میان اعضای صندوق تقسیم کند، اما در صورتی که در طول عمر صندوق، هر یک از بانیان عضو صندوق نتوانند تعهدات خود را برای پرداخت به‌موقع اصل و سود اوراق منتشره خود ایفا نمایند، مدیر صندوق موظف است از محل منابع صندوق، تعهدات بانی نکول کرده را ایفا نماید. در واقع از منابع صندوق، تسهیلاتی (در قالب قرض‌الحسنه و یا بلاعوض) در اختیار بانی مورد نظر قرار داده می‌شود تا بتواند تعهدات خود را در قبال دارندگان اوراق بهادار اسلامی پرداخت نماید. اگر تسهیلات اعطایی قرض‌الحسنه باشد، برای اطمینان از بازپرداخت تسهیلات توسط بانی، مدیر صندوق باید وثایق و تضمین‌های کافی را از بانی بگیرد. در شکل ۳، سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از بانیان متقاضی انتشار اوراق بهادار اسلامی نمایش داده شده است.



شکل شماره ۳- سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از بانیان متقاضی انتشار اوراق بهادار اسلامی

لازم به ذکر است در ضمانت بانکی کارمزدی که بانی پرداخت می‌کند قابل بازیافت نمی‌باشد، اما در صندوق مبتنی بر الگوی تکافل، که بانیان مالکان صندوق محسوب می‌گردند، بانی آورده خود را در صندوقی قرار داده که این مبالغ سرمایه‌گذاری شده و در صورت عدم بروز نکول و خسارت، تمام منافع صندوق پس از کسر کارمزدهای مربوطه متعلق به خود بانیان است، بنابراین لازم است با توجه به تعداد بانیان عضو صندوق، حجم انتشار اوراق و میزان تعهد صندوق برای پوشش ریسک، آورده بانیان تعیین گردد که قاعدتاً اگر تنها واریزی صندوق از طریق بانیان باشد، لازم است مبالغ قابل توجه‌تری در صندوق سرمایه‌گذاری گردد.

این نوع صندوق در واقع مبتنی بر کمک متقابل و پذیرش مشترک ریسک توسط بانیان به‌عنوان اعضای صندوق طراحی شده است و مالکان واقعی صندوق در واقع بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی هستند و مدیر صندوق به‌عنوان وکیل بانیان در قبال حق الوکاله دریافتی، وجوه آنان را جمع‌آوری و مدیریت نموده تا در مواقع لزوم بتواند ریسک نکول بانیان را پوشش دهد. همان‌طور که ذکر شد این

صندوق بسیار شبیه به صندوق تکافل است. تکافل مبتنی بر اصل قرآنی تعاون و به معنای "کمک متقابل میان گروهی" است و هر عضوی در حمایت از نیازمندان داخل گروه سهم دارد. این نوع بیمه شبیه "بیمه تعاونی" است. در عمل تکافل به عنوان روشی مبتنی بر ضمانت مشترک اعضای یک گروه در برابر ضرر و زیان‌های احتمالی وارد بر هر یک از آن‌ها مطرح می‌شود. در واقع، نهاد تکافل با همان اهداف شرکت بیمه، یعنی به منظور پوشش خسارت‌ها و خطرهای احتمالی در آینده طراحی شده است که علاوه بر رسیدن به چنین هدفی، تکافل شوندگان را در سود حاصل از فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های سودآور شریک می‌نماید (مهدوی و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۱۲۱). از جمله مزیت‌های تکافل می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- **شفافیت و افشا:** در نهادهای تکافل از آن‌جا که همه اطلاعات در اختیار تکافل شوندگان قرار می‌گیرد، قرارداد تکافل شفاف‌تر است؛ بنابراین فعالیت‌ها و عملیات‌های آن‌ها هم کاملاً مشخص‌تر از بیمه و ضمانت رایج است.
- **التزامات و منافع:** در تکافل در صورت بروز خطر، تکافل‌شونده می‌تواند همه زیان‌های وارده و تعهد شده توسط نهاد تکافل را از صندوق دریافت کند و اگر تا زمان سررسید اتفاقی نیفتاد، اصل سرمایه مشارکت‌کننده به همراه منافع حاصل از سرمایه‌گذاری مناب‌عش به وی تعلق می‌گیرد. در حالی که در بیمه‌ها و ضمانت‌های متعارف، بیمه‌شونده و ضمانت‌شونده در صورت عدم رخداد، نمی‌تواند ادعا داشته باشد.
- **تضاد منافع:** در بیمه بین بیمه‌گر و بیمه‌شونده و در ضمانت رایج بین ضامن و مضمون‌عنه تعارض وجود دارد، اما در تکافل، تکافل‌شوندگان در مازاد شریک هستند و از تمام منافع حاصل از سرمایه‌گذاری نیز به نسبت سهامشان سهم خواهند برد.

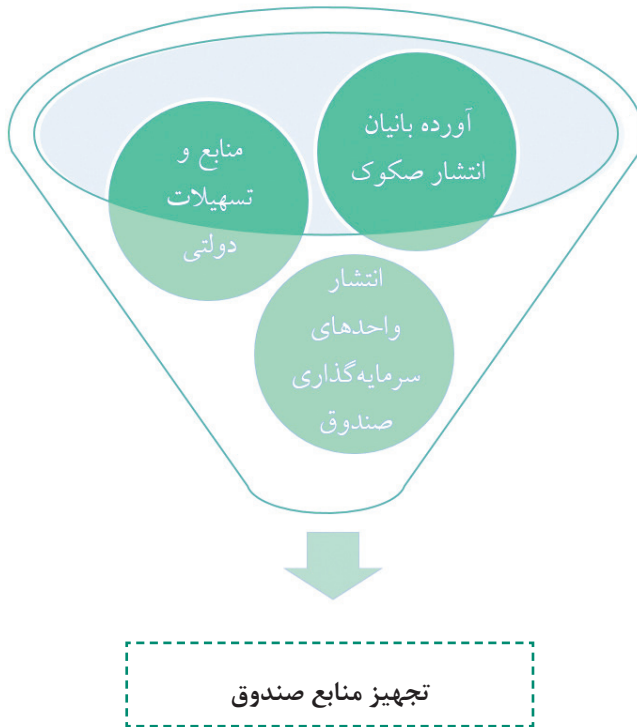
۸-۲-۲- رابطه مستقل مالکیتی و مدیریتی صندوق

در این مدل بنیان انتشار اوراق بهادار اسلامی به جای پرداخت کارمزد به بانک به عنوان ضمانت، کارمزد مورد نظر را به صندوقی پرداخت می نمایند که از نظر ساختار مالکیتی و مدیریتی کاملاً مستقل از بنیان انتشار اوراق بهادار اسلامی بوده و زیر نظر نهاد ناظر بازار سرمایه (سازمان بورس و اوراق بهادار) به عنوان شخص حقوقی مستقل و با هیأت مدیره مستقل از بنیان، مالک این کارمزدها می گردد تا در مواقع نکول اعتباری هر یک از بنیان، بتواند تعهدات آنها را در قبال سرمایه گذاران پاسخ گو باشد، همانند یک شرکت بیمه که در مقابل پوشش ریسک یک واقعه، حق بیمه دریافت کرده و مالک حق بیمه ها می گردد و هر نوع بازدهی ناشی از سرمایه گذاری حق بیمه ها متعلق به خود شرکت بیمه است و بیمه شونده حقی نسبت به این بازدهی ندارد و شرکت بیمه صرفاً متعهد می گردد در صورت وقوع حادثه، زیان ناشی از وقوع حادثه احتمالی در آینده را جبران نماید.

بنابراین صندوق در این حالت به عنوان نهاد مالی مستقل زیر نظر نهاد ناظر بازار سرمایه، دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل غیردولتی بوده و در چارچوب مقررات حاکم بر نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران - مصوب ۱۳۸۴ فعالیت خواهد کرد.

۸-۳- تجهیز منابع صندوق

چند سناریو برای ورودی‌های صندوق قابل تصور است:



۸-۳-۱- مبالغ دریافتی از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی

بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌توانند به‌جای پرداخت کارمزد به بانک‌ها جهت ضمانت اوراق بهادار خود، همان مبلغ و یا مبلغ بیشتری را به صندوق ضمانت واریز کنند. کارکرد اولیه صندوق ضمانت، سرمایه‌گذاری وجوه جمع‌آوری شده در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بدون ریسک و نقد شونده است که اگر ساختار مالکیتی صندوق مبتنی بر ساختار اصیل - وکیل باشد، تمام بازدهی صندوق

پس از کسر کارمزدهای مرتبط با ارکان صندوق، متعلق به بانیان می‌باشد که در صورت عدم نکول بانیان، بین آنان به نسبت آورده اولیه، مدت سرمایه‌گذاری و ... تقسیم خواهد شد. در حالت ضمانت بانکی، کارمزد اولیه به بانک تعلق گرفته و بانک صرفاً متعهد به پوشش ریسک نکول احتمالی بانی است و در صورت عدم رخداد، بانی نمی‌تواند ادعایی داشته باشد، اما الگوی صندوق هدف دوگانه‌ای را دنبال می‌کند که هم سرمایه‌گذاری و جوه به نفع بانیان است و هم جبران ریسک نکول احتمالی در آینده از محل منابع سرمایه‌گذاری شده. با توسعه بازار سرمایه و افزایش کمی تعداد شرکت‌های متقاضی انتشار صکوک، می‌توان امیدوار بود ظرفیت و منابع صندوق جهت سرمایه‌گذاری و پوشش ریسک نکول‌های احتمالی نیز بیشتر خواهد شد.

در صورتی که الگوی مالکیتی صندوق مستقل از بانیان باشد، در این صورت وجوه پرداختی بانیان به صندوق، به مالکیت صندوق درآمده و هر نوع بازدهی حاصل از این صندوق متعلق به خود صندوق به عنوان یک شخصیت حقوقی کاملاً مستقل و مجزا از بانیان و زیر نظر نهاد ناظر است و صندوق همانند ضمانت بانکی صرفاً جبران زیان احتمالی ناشی از نکول بانیان را تعهد می‌کند و بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع صندوق، به خود صندوق تعلق دارد و نه به بانیان و در صورت عدم بروز رخداد اعتباری، بانی نمی‌تواند ادعایی بر روی کارمزد پرداختی داشته باشد.

لازم به ذکر است کارمزدها و واریزی بانیان به صندوق می‌تواند متناسب با ارزیابی از ریسک صورت پذیرفته و رتبه‌بندی اعتباری ناشران اوراق بهادار می‌تواند به تشخیص درست صندوق در گرفتن کارمزدها کمک کند. در شرایط فعلی که مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران وجود ندارد، خود صندوق می‌تواند بر اساس معیارهایی، ریسک ناشران مختلف اوراق بهادار متقاضی ضمانت را تعیین کند.

۸-۳-۲- تسهیلات و منابع بلاعوض دولتی

با توجه به این که هم بازار پول و هم بازار سرمایه درگیر در انتشار اوراق بهادار اسلامی خواهند بود، بنابراین پیشنهاد می‌گردد برای کمک به شکل‌گیری این صندوق و موفقیت روزافزون آن، بخشی از ورودی این صندوق از منابع دولتی و به‌طور خاص از طریق نهاد ناظر بازار پول و سرمایه تأمین گردد. به‌طور مثال، اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه ابلاغ گردیده است که هدف این صندوق ایجاد ثبات در بازار سرمایه است. طبق اساسنامه ابلاغ شده، از جمله منابع صندوق شامل موارد ذیل است:

الف) سرمایه صندوق که به پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی و توسط سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور در لوایح بودجه سنواتی پیش بینی و از محل اعتبارات مصوب مربوط تأمین می‌شود.

ب) سپرده گذاری یک واحد درصد از منابع سالانه صندوق توسعه ملی از طریق سپرده های خود نزد بانک‌های عامل با تصویب هیأت امنای صندوق مذکور در صندوق.

ج) بخشی از کارمزدهای تعریف شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار با تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار از طریق سپرده گذاری در صندوق.

د) سایر منابعی که حسب قوانین و مقررات و با تصویب مراجع ذی صلاح در اختیار صندوق قرار می‌گیرد.

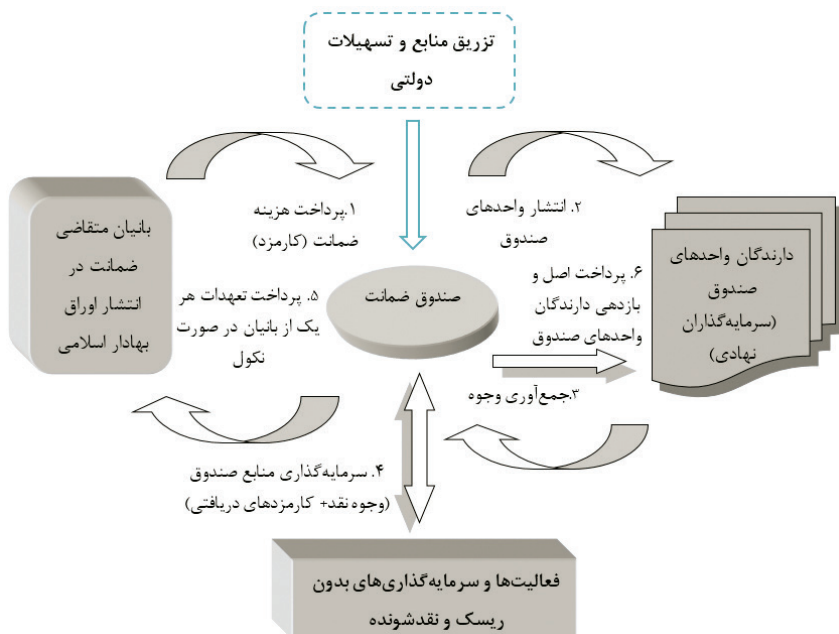
طراحی صندوق ضمانت صکوک دقیقاً در راستای مأموریت صندوق تثبیت بازار سرمایه بوده و می‌توان طوری طراحی نمود تا در راستای ثبات مالی بازار صکوک، بخشی از منابع صندوق تثبیت بازار سرمایه، به صندوق ضمانت اختصاص یابد و یا این که منابعی به‌طور مجزا به‌صورت بلاعوض و یا تسهیلات بلندمدت از محل منابع

دولتی مانند صندوق توسعه ملی و یا از محل منابع سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی به این صندوق تخصیص داده شود. این منابع می‌تواند به صورت تسهیلات بلاعوض، قرض‌الحسنه بلندمدت و یا این‌که از نظر ماهیت همانند آورده بانیان با هدف انتفاعی باشد که به نوعی مشارکت در سرمایه‌گذاری محسوب گردیده و در صورت عدم نکول، همانند بانیان، بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری به نهاد ذی‌نفع نیز اختصاص داده می‌شود. تزریق منابع دولتی به صندوق ضمانت قطعاً به شکل‌گیری، توسعه و افزایش جذابیت صندوق برای بانیان انتشار اوراق بهادار کمک شایانی نموده و کارکرد صندوق را بهبود خواهد بخشید.

۸-۳-۳- انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری و جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران نهادی

راهکار دیگر برای افزایش ظرفیت و پتانسیل صندوق، انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری از طریق صندوق است. در واقع دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری این نوع صندوق هم در فعالیت‌های بدون ریسک و نقدشونده صندوق مشارکت می‌کنند (همانند صندوق‌های با درآمد ثابت) و هم در صورت نکول هر یک از بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی، در جبران زیان ناشی از نکول وی مشارکت خواهند نمود؛ بنابراین این صندوق دارای ماهیت و کارکرد دوگانه مشارکت - ضمانت خواهد بود. خاطر نشان می‌گردد در صورت انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری توسط صندوق، الگوی مالکیتی صندوق مستقل از بانیان بوده ولی رابطه صندوق با دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری همانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری عادی به صورت رابطه اصیل - وکیل خواهد بود. همان‌طور که در شکل ۴ ملاحظه می‌گردد، واقع مدیر این نوع صندوق به وکالت از دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری، منابع و وجوه جمع‌آوری شده را در اوراق و فعالیت‌های اقتصادی بدون

ریسک و نقد شونده سرمایه‌گذاری می‌کنند، در صورتی که هیچ‌یک از بانیان در طول عمر اوراق خود، نکول نکنند، بازدهی حاصل از مشارکت پس از کسر سهم سایر ذی‌نفعان مانند ارکان صندوق به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری خواهد رسید، اما در صورت نکول احتمالی هر یک از بانیان، این دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری هستند که باید تعهدات بانی نکول کرده را در قبال خریداران اوراق خود ایفا نمایند و مدیر صندوق موظف است تا از محل بازدهی و یا اصل و بازدهی متعلق به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری (بسته به نوع و سقف تعهد صندوق) برای پرداخت تعهدات بانی استفاده نماید. در این صورت ماهیت واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق، مشارکت- ضمانت خواهد بود. به صورت طبیعی لازم است بازدهی دارندگان واحدهای این نوع صندوق به خاطر تقبل ضمانت بانیان، بیشتر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت عادی باشد. که صرفاً منابع را سرمایه‌گذاری کرده و بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری را بین دارندگان واحدهای صندوق تقسیم می‌کنند. و این بازدهی بیشتر زمانی محقق خواهد شد که منابع بلاعوض دیگری نیز به صندوق تزریق گردد (که آورده بانیان و تزریق منابع دولتی از جمله این منابع خواهد بود) و بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری این منابع نیز تماماً به دارندگان واحدهای صندوق بابت ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی تعلق گیرد. با توجه به ریسک بالای این صندوق به خاطر ضمانت انتشار اوراق بهادار اسلامی، پیشنهاد می‌گردد دارندگان واحدهای صندوق، صرفاً سرمایه‌گذاران نهادی از جمله بانک‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و ... باشند. بنابراین نهادهای مالی مختلف به جای پذیرش مستقیم ضمانت صکوک- که برای پذیرش آن محدودیت‌هایی وجود داشت - می‌توانند در واحدهای این صندوق سرمایه‌گذاری کرده و به صورت غیرمستقیم ضامن اوراق بهادار اسلامی باشند.



شکل ۴ - سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از سرمایه‌گذاران نهادی

از جمله مزیت‌های انتشار واحد سرمایه‌گذاری توسط صندوق ضمانت می‌توان به بالا بودن بازدهی این نوع صندوق نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، توزیع ریسک نکول بانیان بین طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران نهادی، افزایش ظرفیت و توان صندوق جهت جبران نکول (نسبت به حالتی که واحدهای سرمایه‌گذاری منتشر نمی‌گردد) و ... اشاره نمود. واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق ضمانت را نیز می‌توان همانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری عادی، به دو نوع عادی و ممتاز تقسیم نمود که حقوق دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز و عادی از همه لحاظ با یکدیگر یکسان باشند، غیر از مواردی چون حق رأی، حق انتقال یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری و ...

۸-۴- سرمایه‌گذاری منابع صندوق

با توجه به این‌که هدف از تشکیل چنین صندوقی در وهله اول ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌باشد؛ بنابراین لازم است استراتژی سرمایه‌گذاری در این نوع صندوق حداقل نمودن ریسک تا حد ممکن و بکارگیری وجوه در سرمایه‌گذاری‌های با بازدهی مناسب و نقدشونده مانند اوراق بهادار دولتی مانند اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی و ... باشد تا در صورت نیاز بتوان به سهولت و با سرعت، منابع سرمایه‌گذاری شده را تبدیل به وجه نقد نمود. البته لازم است تا جای ممکن جهت مدیریت ریسک صندوق، موارد سرمایه‌گذاری صندوق متفاوت از اوراق بهادار بانیان باشد تا در صورت نکول بانیان مخصوصاً در موارد وجود ریسک سیستمیک، بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع صندوق تحت تأثیر قرار نگیرد. از جمله موارد سرمایه‌گذاری صندوق می‌تواند موارد زیر باشد:

- الف) اوراق بهادار دولتی مانند اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی و ...؛
- ب) گواهی سپرده منتشره توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- ج) هر نوع سپرده‌گذاری نزد بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- د) واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت.

۸-۵- نحوه ایفای تعهدات صندوق در صورت نکول بانیان

مؤلفه مهم دیگر در طراحی الگوی عملیاتی صندوق ضمانت، نحوه پوشش ریسک توسط صندوق در صورت نکول هر یک از بانیان است. این امکان وجود دارد که متناسب با آورده بانیان، صندوق سطوح مختلفی از پوشش ریسک را برای

آنان محقق نماید. جهت پوشش ریسک نکول بانیان از طریق منابع صندوق چند سناریو پیشنهاد می‌گردد:

۸-۵-۱- پرداخت تعهدات بانئی با حق رجوع

در این حالت صندوق به‌عنوان شخصیتی مستقل از بانیان، ضامن بانیان انتشار اوراق بهادار محسوب گردیده و در صورت نکول هر یک از بانیان در پرداخت به‌موقع اصل و سود اوراق خود، صندوق موظف است به‌عنوان ضامن تا سطح پوشش تعهد شده، پرداخت اصل و سود دارندگان اوراق را محقق سازد. در این سناریو پس از ایفای تعهدات بانئی توسط صندوق، امکان رجوع صندوق به بانئی برای احیای مبالغ پرداخت شده وجود دارد، اما در صورت عدم بروز رخداد اعتباری، بانئی نمی‌تواند ادعایی نسبت به کارمزدهای پرداختی داشته باشد.

۸-۵-۲- پرداخت تسهیلات قرض الحسنه از منابع صندوق

در حالتی که مالکیت صندوق مستقل از بانیان نبوده و مبتنی بر الگوی تکافل باشد، اگر در طول عمر صندوق، هر یک از بانیان نتواند تعهدات خود را برای پرداخت به‌موقع صل و سود اوراق منتشره خود ایفا نمایند، این مدیر صندوق است که موظف است به وکالت از بانیان، از محل منابع صندوق، تعهدات بانئی نکول کرده را ایفا نماید. بدین منظور مدیر صندوق، تسهیلاتی در قالب قرض به بانئی نکول کرده پرداخت نموده تا وی بتواند به تعهدات خود در مورد دارندگان اوراق بهادار اسلامی عمل نماید. بانئی موظف است طی مدت تعیین شده توسط صندوق، تسهیلات اخذ شده را بازپرداخت نماید و برای جلوگیری از هرگونه سوءاستفاده بانئی، وثایق و تضمین‌های کافی از وی گرفته می‌شود. این مورد مناسب ساختاری است که بانیان مالکان صندوق بوده و بر اساس الگوی تکافل طراحی شده است که به نوعی مشارکت جمعی برای پذیرش ریسک نکول است.

۸-۵-۳- استفاده از تسهیلات بانکی

در صورتی که میزان نکول بانیان بیش از سقف تعیین شده و پیش‌بینی شده صندوق باشد، باید این امکان وجود داشته باشد که صندوق برای جبران خسارت‌های ناشی از نکول هر یک از بانیان بیش از سقف توافق شده، از تسهیلات بانکی استفاده نماید تا بانی بتواند از محل این تسهیلات تعهدات خود در قبال دارندگان اوراق را به‌صورت کامل ایفا نماید. با توجه به این که موضوع پرداخت تسهیلات، پرداخت دیون بانی است؛ بنابراین لازم است از تسهیلاتی استفاده گردد که تملیکی بوده و محدودیت شرعی در مصارف آن نداشته باشیم. برای اعطای تسهیلات جهت پرداخت دیون بانی چند سناریو قابل تصور است:

۸-۵-۳-۱- دریافت تسهیلات قرض‌الحسنه بانکی

صندوق می‌تواند در قبال تضامین و وثیقه‌های مود نیاز، از تسهیلات قرض‌الحسنه بانکی استفاده نماید.

۸-۵-۳-۲- دریافت تسهیلات در قبال تنزیل اسناد تجاری بانی

صندوق می‌تواند جهت گرفتن تسهیلات بانکی، اسناد تجاری بانی نکول کرده را که ناشی از معاملات واقعی است نزد بانک تنزیل نموده و بانک ارزش تنزیلی اسناد و اوراق تجاری را به بانی پرداخت نماید تا وی بتواند از عهده تعهدات خود نسبت به دارندگان اوراق به‌صورت کامل برآید. البته باید توجه داشت که تسهیلات خرید دین بانکی کوتاه مدت بوده و این ابزار قابلیت اعطای تسهیلات بلندمدت را ندارد.

۸-۵-۳-۳- پرداخت تسهیلات در قبال خرید یکی از دارایی‌های بانی و

اجاره به‌شرط تملیک مجدد آن به بانی

صندوق می‌تواند جهت دریافت تسهیلات بانکی، یکی از دارایی‌های بانی را به‌صورت نقد به بانک فروخته و دوباره به خود بانی اجاره به‌شرط تملیک نماید

که در این صورت بانی هم به صورت نقد مبلغ دارایی را دریافت کرده که با آن می تواند تعهدات خود را در قبال دارندگان اوراق ایفا نماید و هم دارایی فروخته شده را دوباره اجاره کرده و از منافع آن استفاده خواهد نمود. این راهکار مستلزم انتقال مالکیت دارایی به بانک یا صندوق در ابتدا و بازگشت مالکیت دارایی به بانی در انتهای قرارداد می باشد. با توجه به این که انتقال اموال نیز در دفاتر اسناد رسمی انجام شده و مستلزم هزینه می باشد، این راهکار دارای هزینه مبادلاتی قابل توجهی می باشد.

۸-۵-۳-۴- پرداخت تسهیلات در قبال پیش خرید دارایی های بانی

در این راهکار، در صورتی که بانی دارایی یا محصول منضبطی داشته باشد، صندوق یا بانک می تواند در قبال پیش خرید محصولات بانی، تسهیلاتی را به صورت نقد جهت پرداخت اصل و سود دارندگان اوراق به بانی پرداخت نماید. البته استفاده از این تسهیلات مستلزم آن است که بانی محصول منضبطی داشته باشد که سریع الفساد نبوده و سهل البیع باشد. همچنین در سلف قیمت بازاری فروش محصول معلوم نبوده و ریسک قیمتی وجود دارد.

بنابراین همان طور که اشاره شد، در صورتی که میزان نکول بانیان بیش از پیش بینی و برنامه ریزی صندوق باشد، صندوق باید این امکان را داشته باشد تا در مواقع خاص جهت پوشش خسارت های ناشی از نکول بانیان، علاوه بر منابع صندوق، از استقراض بانکی استفاده نماید که موارد بالا تنوع تسهیلاتی است که با توجه به مورد استفاده (پرداخت مطالبات دارندگان اوراق بهادار)، صندوق می تواند اصالتاً یا به وکالت از بانیان و جهت پوشش ریسک آن ها، از بانک دریافت نماید.

۹- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی مستلزم شناخت دقیق کاستی‌ها و چالش‌های این بازار و ارائه راه‌حل‌های مؤثر و کارآ در جهت رشد روزافزون آن است که در حل این چالش‌ها می‌توان از تجربه کشورهای موفق نیز استفاده نمود. در طول تجربه چندساله بازار سرمایه ایران در انتشار اوراق بهادار اسلامی، شاهد برخی چالش‌ها در این حوزه بوده‌ایم که به واقع مسأله ضمانت اوراق بهادار یکی از چالش‌های این بازار محسوب می‌گردد. طی آسیب‌شناسی انجام شده در سازمان بورس و اوراق بهادار و سایر نهادهای دست‌اندرکار در انتشار صکوک، راه‌حل‌های مختلفی جهت تسهیل ضمانت صکوک ارائه گردیده که بر اساس آن‌ها دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی اصلاح شده و در برخی موارد شرط وجود ضامن در انتشار اوراق بهادار اسلامی برداشته شده که عبارتند از:

- برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران؛
- برای شرکت‌هایی که امتیاز نهایی اطلاع‌رسانی آن‌ها براساس آخرین گزارش واحد نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار مساوی و یا بیشتر از ۷۵ باشد؛
- برای شرکت‌هایی که امکان توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه‌وجوه اوراق بهادار دارند.

در این تحقیق جهت تسهیل هر چه بیشتر ضمانت در ساختار صکوک و فراهم نمودن امکان تأمین مالی طیف گسترده‌تری از شرکت‌ها و نهادهای مختلف از طریق این بازار راهکاری نوین جهت تضمین با عنوان صندوق ضمانت صکوک ارائه گردید که وظیفه اصلی این صندوق به‌عنوان رکن ضامن صکوک، جبران نکول احتمالی بانیان انتشار صکوک خواهد بود. در این تحقیق برخی مؤلفه‌های

مهم در طراحی صندوق مانند ساختار مالکیتی و مدیریتی صندوق، تجهیز منابع، استراتژی سرمایه‌گذاری منابع و نحوه پوشش ریسک توسط صندوق مورد بررسی قرار گرفت.

صرف‌نظر از ساختار مالکیتی صندوق چه مستقل از بانیان و چه وابسته به بانیان، کمک‌های و تزریق منابع توسط دولت و نهادهای ناظر بازار پول و سرمایه می‌تواند به بهبود عملکرد صندوق و افزایش ضریب موفقیت آن کمک نماید.

علاوه بر آورده بانیان و کمک‌های دولتی، انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری توسط صندوق می‌تواند سبب مشارکت نهادهای مالی مختلف از جمله بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... در امر ضمانت اوراق و افزایش ظرفیت پوشش ریسک صندوق گردد. شرایط کفایت سرمایه برخی نهادهای مالی ممکن است به آنان اجازه تقبل ضمانت مستقیم اوراق بهادار اسلامی را ندهد اما می‌توانند در خرید واحدهای صندوق ضمانت به اندازه توان خود و ضمانت غیرمستقیم اوراق بهادار اسلامی مشارکت نمایند. طراحی صندوق مشارکت - ضمانت (یا وکالت - ضمانت) به‌عنوان یک راهکار ابتکاری محسوب گردیده و در سایر کشورهای اسلامی مسبوق به سابقه نمی‌باشد؛ هر چند ممکن است الگوهای مشابهی مانند الگوی ICIES وجود داشته باشد که البته آن الگوها مبتنی بر تکافل است.

با توجه به این‌که هدف از تشکیل چنین صندوقی در وهله اول ضمانت بانیان انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌باشد؛ بنابراین لازم است استراتژی سرمایه‌گذاری در این نوع صندوق حداقل نمودن ریسک تا حد ممکن و بکارگیری وجوه در سرمایه‌گذاری‌های با بازدهی مناسب و نقد شونده باشد.

صندوق ضمانت صکوک لازم است همکاری تنگاتنگی با نظم بانکی داشته تا بتواند در شرایط خاص علاوه بر منابع خود، از تسهیلات بانکی نیز در پوشش

ریسک نکول بانیان استفاده نماید.

به نظر لازم است علاوه بر چهار مؤلفه مهم در طراحی صندوق ضمانت که در این تحقیق بررسی شد، راجع به مدیریت ریسک صندوق و ملاحظات شرعی مرتبط با آن نیز بررسی دقیقی صورت پذیرد.

در پایان خاطر نشان می‌گردد جهت امکان‌سنجی و پیاده‌سازی این صندوق به‌عنوان مکملی برای ضامن بانکی، لازم است ضمن استفاده از نظر خبرگان و فعالان بازار، جلسات بحث و تبادل نظر جهت دستیابی به الگوی مناسب با محوریت سازمان بورس و اوراق بهادار برگزار گردد.

منابع

1. Dwight Asset Management Company (2005), "Fixed Income Sectors: Asset-Backed Securities A primer on asset-backed securities".
2. Fabozzi, Frank J. Kothari, Vinod. (2008), "Introduction to Securitization", John Wiley & Sons, Inc.
3. Fender, J. Mitchell (2005), "Structured finance: complexity, risk and the use of ratings" BIS Quarterly Review.
4. International Islamic Financial market (2015), Sukuk Report: A comprehensive Study of the Global Sukuk Market.
۵. آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مصوب هیئت دولت، ۱۳۸۴
۶. توحیدی، محمد (۱۳۹۳)، بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه اعتباری، دوفصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۷.
۷. توحیدی، محمد (۱۳۹۲)، سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار در تأمین مالی ساختاریافته، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار،
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۸/۲۳ و ۹۴/۳/۱۱
۹. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، مصوب ۱۳۹۲/۹/۲
۱۰. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، مصوب ۱۳۹۰/۹/۲۶
۱۱. قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران
۱۲. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶ش)، فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۱۳. مهدوی، اصغر آقا؛ اسمعیلی گیوی، حمیدرضا و کاوند، مجتبی (۱۳۸۸)،

بررسی الگوهای بیمه اسلامی (تکافل) مبتنی بر مضاربه از نظر سازوکارهای عملیاتی و فقهی، دوفصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، ش ۱۲.

سایت‌ها:

- www.rdis.ir
- www.spv.ir
- www.iciec.com
- www.iifm.net
- www.seo.ir
- www.sena.ir

تحلیل قاعده ممنوعیت غرر در معاملات سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسین حسن زاده سروستانی^۱
مهدی حاجی رستملو^۲
علی حسن زاده سروستانی^۳

چکیده

حجم وسیعی از معاملات صورت گرفته در بورس اوراق بهادار تهران مربوط به معاملات سهام عادی است. معاملات سهام، براساس فرآیند خاصی صورت می‌گیرد که در این فرایند، نهادهای مختلفی مانند کارگزاران، بورس اوراق بهادار تهران و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه دخیل هستند. از طرف

۱ استادیار دانشگاه امام صادق علیه السلام

۲ عضو گروه مدیریت مالی دانشگاه امام صادق علیه السلام

۳ دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی (ره)

دیگر، یکی از قواعد مهم فقهی در حوزه معاملات قاعده ممنوعیت غرر است. براساس این قاعده، اگر عوضین در موضع خطر باشند یا موضعی که احتمال تلف از نظر عرف وجود دارد، معامله غرری و باطل است. در این مقاله در جستجوی پاسخ به این سؤال هستیم که آیا معاملات سهام عادی شرکت‌های بورسی، از مصادیق معاملات غرری هستند؟ برای پاسخ به این سؤال از روش توصیفی-تحلیلی استفاده کرده ایم. در بخش توصیفی این مقاله، سهام عادی را تعریف کرده و ماهیت سهام عادی، قاعده ممنوعیت معاملات غرری و فرآیند معاملات سهام در بورس اوراق بهادار تهران را توضیح خواهیم داد. در بخش تحلیلی نیز با در نظر گرفتن حالت‌های مختلف، تطبیقات قاعده ممنوعیت معاملات غرری را در معاملات سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی خواهیم کرد.

واژگان کلیدی: غرر، سهام عادی، معاملات سهام، بورس اوراق بهادار تهران، فقه امامیه

۱- مقدمه

ابزارهای مالی یکی از مهمترین رکن‌های نظام مالی کشور هستند. در بازار سرمایه ما ابزارهای مالی مختلفی مورد معامله قرار می‌گیرند ابزارهایی مانند سهام عادی، اوراق مشارکت، اوراق اجاره، اوراق مرابحه و اوراق سلف موازی استاندارد.

در میان این ابزارهای مالی، سهام عادی مهمترین و رایج‌ترین ابزار مالی بازار سرمایه کشور محسوب می‌شود. براساس دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، سهام عادی بانام شرکتهای سهامی عام، که تمام بهای اسمی آن پرداخت شده باشد، در بازار اول و دوم بورس تهران پذیرفته و مورد معامله سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد.

در هر روز معاملاتی، سرمایه‌گذاران مختلفی در انواع سهام عادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سرمایه‌گذاری می‌کنند و حجم وسیعی از معاملات صورت گرفته در بورس اوراق بهادار تهران مربوط به معاملات سهام عادی است.

با نگاهی دقیق تر به معاملات سهام عادی شرکتهای بورسی، با سئوالات پژوهشی مختلفی مواجه خواهیم شد که تمرکز ما در این مقاله بر این سئوال خواهد بود که آیا معاملات سهام عادی شرکتهای بورسی، از مصادیق معاملات غری هستند؟

برای پاسخ به این سئوال از روش توصیفی- تحلیلی استفاده خواهیم کرد. در این روش ابتدا مفاهیم لازم و مقدماتی را توضیح می‌دهیم و سپس بر مبنای این مفاهیم، به تحلیل سئوال بیان شده می‌پردازیم.

در بخش توصیفی این مقاله، ابتدا به بررسی معاملات سهام عادی شرکتهای

بورسی می‌پردازیم، به این منظور سهام عادی را تعریف کرده و ماهیت سهام عادی و فرایند معاملات سهام در بورس اوراق بهادار تهران را توضیح خواهیم داد. در مرحله بعد به بررسی قاعده ممنوعیت غرر پرداخته و معانی لغوی غرر، برخی از مصادیق معاملات غرری در کلام فقها، مدارک این قاعده، جریان قاعده نفی غرر در بیع و سایر معاملات و مرجع تعیین معاملات غرری را توضیح خواهیم داد.

در بخش تحلیلی نیز تطبیقات قاعده ممنوعیت معاملات غرری را در معاملات سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی خواهیم کرد. از آن جا که خطر اطلاع ناکافی از عوضین در معاملات سهام عادی شرکت‌های بورسی مصداق بیشتری دارد در ادامه مقاله و با در نظر گرفتن حالت‌های مختلف، به صورت تفصیلی تر به تطبیق این حالت با معاملات سهام عادی شرکت‌های بورسی می‌پردازیم.

۲- بخش توصیفی

۲-۱- تعریف سهام عادی

براساس ماده ۲۴ لایحه قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت (۱۳۴۷) سهم قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص‌کننده میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد. ورقه سهم سند قابل معامله ای است که نماینده تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد.

سهام عادی، یک ابزار مالکیتی است و صاحبان سهام عادی به نسبت تعداد

سهامی که مالک هستند، مالک شرکت سهامی عام بوده و به همان نسبت در شرکت سهامی عام شریک هستند و این مالکیت منجر به شراکت در سود و زیان و داشتن حقوق مختلفی از جمله حق داشتن گواهینامه نقل و انتقال و سپرده سهام عادی، حق حضور در مجامع عمومی شرکت، حق رأی، حق کسب اطلاع^۴، حقوق ناشی از افزایش سرمایه، حق انتقال سهام^۵، حق تملک سرمایه‌ی شرکت پس از انحلال و تصفیه خواهد شد.

۴ از آن جایی که سهامداران به نسبت سهام خود در مالکیت شرکت سهیم بوده و ضرر شرکت باعث کاهش منافع یا ورود ضرر به صاحبان سهام خواهد بود، لذا طبیعی است که حق کسب اطلاع از وضعیت شرکت را به طور کلی داشته باشد. برخی حق اطلاع سهامداران از وضعیت شرکت را وسیله‌ای برای اجرای درست حق رأی دانسته‌اند. در حالی که حق اطلاع مذکور می‌تواند مزایای دیگری نیز برای سهامدار در پی داشته باشد، به عنوان مثال، اگر سهامداران بخواهند از حق اقامه‌ی دعوی علیه مدیران به خاطر اقدامات غیرقانونی آنان استفاده کنند، لازم است بدو با استفاده از حق کسب اطلاع، اطلاعات و مدارک لازم را جمع‌آوری نموده و سپس اقامه‌ی دعوی کنند.

ماده ۱۳۹ ل.ا.ق.ت. مقرر داشته که هر صاحب سهم می‌تواند از پانزده روز قبل از انعقاد مجمع عمومی در مرکز شرکت به صورت حساب‌ها مراجعه کرده و از ترازنامه و حساب سود و زیان و گزارش عملیات مدیران و گزارش بازرسان رونوشت بگیرد؛ در مدت تصفیه شرکت سهامی نیز حق کسب اطلاع برای سهامداران طبق ماده ۲۲۰ همان لایحه به رسمیت شناخته شده است (تفرشی و شعاریان، بی‌تا، ص ۲۹).

البته براساس دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس تهران مکلف‌اند تا در زمان‌های مشخص اطلاعات مختلفی را از طرق گوناگونی در اختیار عموم قرار دهند. همچنین براساس ماده ۱۴ دستورالعمل انضباطی ناشران بورس تهران، رئیس مجمع باید جلسه را به نحوی اداره نماید که در چارچوب دستور جلسه، امکان طرح سئوالات و نظرات سهامداران و نماینده‌ی سازمان فراهم شود.

۵ در برخی از مواد لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، از جمله مواد ۳۹، ۴۰ و ۴۱ به حق واگذاری و انتقال سهام تصریح شده است. از آن جایی که سهامدار مالک سهم شناخته می‌شود و حقوقی نیز به تبع مالکیت سهام دارد، می‌تواند سهام خود را به شخصی دیگر اعم از حقیقی یا حقوقی انتقال دهد (همان، ص ۳۳)

براساس ماده ۷ اساسنامه نمونه شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نقل و انتقال سهام شرکت، تا زمانی که از شرکت بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد منحصرأً از طریق شرکت بورس اوراق بهادار تهران امکان‌پذیر می‌باشد و تشریفات مربوط به ثبت نقل و انتقال سهام شرکت و ثبت و تغییر نشانی انتقال گیرنده که از معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران ناشی می‌شود تابع مقررات شرکت بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود.

۲-۲- ماهیت سهام عادی

دیدگاه های مختلفی درباره ماهیت سهام عادی شرکت های سهامی عام وجود دارد. براساس یکی از این دیدگاه ها، سهام عادی بیانگر مالکیت مشاع شرکت است. توضیح آن که برخی صاحب نظران حقوقی بر مبنای نظریه استقلال شخصیت حقوقی و دارایی شرکت سهامی، معتقدند سهامداران هیچ گونه رابطه مالکانه و حق عینی نسبت به اموال و دارایی شرکت ندارند و دارندگان سهام صرفاً مالک شرکت به عنوان یک "بنگاه تجاری دارای شخصیت" حقوقی هستند. در این تحلیل، بنگاه تجاری به عنوان "یک مال اعتباری" محسوب می شود و سهامداران به نسبت مقدار سهام خود در این مال اعتباری مالکیت مشاع دارند. براساس این تئوری، مبیع در قرارداد فروش و واگذاری سهام عین معین نیست و اوراق سهام سند مثبت مالکیت مشاع دارنده بر شرکت تجاری، به عنوان یک مال اعتباری است.

در این تحلیل، مورد معامله و مبیع در بیع سهام "کلی در مشاع" است و دارنده سهام مالکیت مشاع خود بر شرکت را به میزان سهام مورد معامله به خریدار منتقل و واگذار می کند. اما این کلی در مشاع با کلی در مشاع مصطلح در عبارات فقیهان تا حدودی تفاوت دارد. کلی در مشاع مرسوم و متداول این گونه است که مال منقول یا غیرمنقول که وجود مادی خارجی دارد، مالکیت آن به نحو مشاع متعلق به دو یا چند شخص است و آن گاه که یکی از شرکا سهم خود را می فروشد، آن را به صورت کلی در مشاع می فروشد. در این مفهوم، خود "کلی در مشاع" اگر چه تعین و تشخیص خارجی ندارد و یک مفهوم ذهنی است و موجود اعتباری تلقی می شود، اما متعلق آن مال منقول یا غیر منقول مادی و فیزیکی است که وجود خارجی دارد (عبدی پور فرد ۱۳۹۱، ۱۴۹-۱۴۸)

۳-۲- فرآیند معاملات در بورس اوراق بهادار تهران

معاملات سهام در بورس تهران از شنبه تا چهارشنبه هر هفته به جز روزهای تعطیل عمومی، در یک نشست معاملاتی^۶ و از طریق تالارهای معاملات انجام می‌شود (اعتصامی، ۱۳۹۲، ص ۶).

سرمایه‌گذاران برای خرید سهام در بورس تهران باید به یک شرکت کارگزاری رسمی عضو بورس اوراق بهادار تهران مراجعه کنند. مهم‌ترین وظیفه کارگزاران دریافت سفارش خرید و فروش از سرمایه‌گذاران و انجام معامله برای آنان است. بر اساس مقررات، انجام معامله سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در خارج از سیستم معاملات ممنوع است. همه کارگزاران موظف به انجام وظایف خود در چارچوب قوانین و مقررات موجود هستند و سرمایه‌گذار می‌تواند برای خرید اوراق بهادار کارگزار خود را با توجه به معیارهایی از قبیل انجام به موقع سفارش، دادوستد سهام با مناسب‌ترین قیمت و ارائه خدمات جانبی کارگزار انتخاب کند.

شرکت‌های کارگزاری ابتدا به هر سرمایه‌گذار یک کد و حساب معاملاتی اختصاص می‌دهند و سرمایه‌گذار می‌تواند با واریز وجه به حساب کارگزار و تکمیل فرم سفارش، سفارشات خرید یا فروش سهام عادی خود را به کارگزار تحویل دهد. به‌طور خلاصه، به سه طریق امکان ورد سفارشات مشتریان در سامانه معاملاتی وجود دارد:

در روش اول، سرمایه‌گذار به‌صورت حضوری به کارگزار مراجعه کرده و فرم سفارش خرید یا فروش را تکمیل می‌کند و کارگزار پس از رعایت موارد قانونی، سفارشات سرمایه‌گذار را وارد سامانه معاملاتی می‌کند. در روش دوم، مشتری از طریق تلفن یا با استفاده از وبسایت کارگزاری، سفارشات خود را به کارگزار تحویل می‌دهد و کارگزار پس از رعایت موارد قانونی سفارشات سرمایه‌گذار را

وارد سامانه معاملاتی می‌کند. در روش سوم، مشتری بدون مراجعه به کارگزار یا از طریق تلفن و یا از طریق سازوکار معاملات بر خط که توسط کارگزار در اختیار سهامدار قرار گرفته، وارد سامانه معاملات شده و سفارشات خود را در سامانه درج می‌کند.

سامانه معاملاتی بورس تهران یک سامانه کاملاً مکانیزه مبتنی بر سفارش است. وقتی که سفارش‌های خرید و فروش سرمایه‌گذاران از طریق کارگزاری‌ها وارد سامانه معاملاتی می‌شوند، بر پایه اولویت قیمت و زمان در صف خرید یا فروش قرار می‌گیرند. بر اساس اولویت قیمت، یک سفارش خرید (فروش) اوراق بهادار با بیشترین (کمترین) قیمت در ابتدای صف خرید (فروش) قرار می‌گیرد. بر اساس اولویت زمان، سفارشی که زودتر وارد سامانه معاملات شود جلوتر از سفارش هم قیمت خود قرار می‌گیرد. معامله هنگامی انجام می‌شود که سفارش‌های خرید و فروش قیمت یکسان داشته باشند، این سازوکار بسیار شبیه به معامله از طریق حراج است.

پس از انجام معامله در بورس و به‌طور معمول در پایان نشست معاملاتی، اطلاعات برای پایاپای اوراق و همچنین تطبیق با اطلاعات سهامداری ثبت‌شده در سامانه و برای اطمینان از وجود سهامدار، صحت اطلاعات سهامداری ثبت‌شده (نام، مقدار سهام...)، کفایت موجودی اوراق سهامدار برای تسویه معامله و همچنین مسدود نبودن موجودی سهامدار (وثیقه، رهن و...)، به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ارسال می‌شود. این شرکت با تعیین خالص تعهدات اعضای خود (کارگزاران) در روز دوم پس از انجام معامله یعنی $\square + 2$ ، گزارش تسویه را تهیه می‌کند. به عبارت دیگر در این مرحله، خالص تعهدات کارگزاران در مورد وجوه و اوراق بهادار تعیین و به آنان ابلاغ می‌شود.

انتقال مالکیت اوراق بهادار از فروشنده به خریدار (در مقابل انتقال وجوه از خریدار به فروشنده)، آخرین مرحله از فرآیندهای پس از انجام معامله به شمار

می‌رود. پس از تطبیق اطلاعات و تعیین خالص تعهدات اعضاء در مرحله پایایی اوراق $(T+2)$ ، اوراق بهادار در روز تسویه $(T+3)$ ، به صورت غیرفیزیکی (Book Entry) از حساب فروشنده اوراق بهادار به حساب خریدار منتقل می‌شود. شرکت سپرده‌گذاری در کنار انتقال غیر فیزیکی اوراق بهادار، اقدام به چاپ گواهی سپرده‌گذاری و نقل و انتقال سهام، معادل سهام خریداری شده برای خریدار و مانده سهام (در صورت وجود) برای مشتری فروشنده می‌کند.

تسویه وجوه هم از طریق انتقال وجوه که دقیقاً معادل خالص ارزش اوراق بهادار معامله‌شده است، بین حساب تسویه کارگزاری و حساب تسویه سپرده‌گذاری مرکزی نزد بانک تسویه انجام می‌شود. بانک تسویه، بانکی است که توسط سپرده‌گذاری مرکزی انتخاب می‌شود و مسئولیت نگهداری حساب نقد اعضاء و تسویه وجوه را بر عهده می‌گیرد. تسویه وجوه بین مشتری و کارگزار نیز از طریق کارگزار انجام می‌شود. به عبارت دیگر، در حالت فعلی تسویه اوراق در سطح مشتری و با جابجایی اوراق بهادار در حساب‌های مشتریان و تسویه وجوه در سطح کارگزاران انجام می‌شود و شرکت سپرده‌گذاری در این ارتباط با مشتریان در ارتباط نیست.

۲-۴- قاعده ممنوعیت غرر

از جمله قواعدی که فقیهان در بررسی معاملات به ویژه معاملات جدید و ابزارهای مالی معاصر به آن توجه می‌کنند، قاعده فقهی "نفی غرر" است (علیدوست ۱۳۸۲، ص ۸۹). از این قاعده، تحت عنوان مستقل در برخی از آثار بزرگان امامیه - در زمینه قواعد عمومی و مبانی کلی قراردادها - به اختصار بحث شده، اما عمدتاً ذیل شرایط مربوط به معامله، مورد بررسی و مذاقه فقیهان و دانشمندان امامیه قرار گرفته است (رفیعی ۱۳۷۸، ص ۲).

۲-۵- معنای لغوی غرر

در تاج العروس (واسطی و حنفی، ۱۴۱۴ ه.ق، ص ۳۰۰) و همچنین در کتاب الصحاح (جوهری، ۱۴۱۰ ه.ق، ص ۲، ج ۷۶) و کتاب لسان العرب (ابن منظور و جمال الدین، ۱۴۱۴ ه.ق، ص ۵، ج ۱۳) می خوانیم که:

عَرَّرَ بِنَفْسِهِ وَ كَذَلِكَ بِالْمَالِ تَغْرِيراً وَ تَعَرَّةً، به این معنا است که خودش را یا مالش را بدون این که بداند (شناخت داشته باشد) در معرض هلاکت قرار دهد. تغریر به معنای مخاطره است و العَرَر اسم است و معنی آن خطر است، همان گونه که در روایت آمده است: "تَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ تَعَالَى عَلَيْهِ وَ سَلَّمَ عَنِ بَيْعِ الْعَرَرِ" و مثال این بیع، بیع ماهی در دریا و پرنده در هوا می باشد و گفته شده هر چیزی که ظاهرش مشتری را می فریبد (يَغُرُّ) و باطنی مجهول دارد و هم چنین گفته شده هر چیزی که اطمینان به آن وجود ندارد. آزه‌ری گفته است بیع‌های مجهولی که طرفین به کُنه آن‌ها احاطه پیدا نمی کنند و در نتیجه معلوم نیستند و اطمینانی به آن‌ها نیست، در دایره بیع غرری قرار می گیرند.

در کتاب قاموس قرآن (قرشی ۱۴۱۲ ه.ق، ص ۵، ج ۹۲) می خوانیم که: عَرَّ وَ عُرُّو (بضم غین) و عِرَّةً به معنی فریب دادن و تطمیع به باطل است و عُرور (بفتح غین) به معنی فریب دهنده است؛ راغب گفته است غرور هر آن چیزی است که انسان را فریب دهد از مال، جاه، شهوت و شیطان. گاهی آن را شیطان تفسیر کرده‌اند که اخبث فریبکاران است.

و همچنین از المصباح و المغرب و الأساس و المجمل و المجمع حکایت شده است که الغرر به معنی خطر است و اکثر آن‌ها بیع ماهی در آب و پرنده در هوا را مثال زده‌اند (نراقی، ۱۴۲۲، ص ۲۹۹).

مرحوم احمد نراقی صاحب کتاب "عوائد الایام فی بیان قواعد الاحکام" در جمع‌بندی نظر اهل لغت می گوید:

"غرر اسم از تعزیر است و تعزیر به معنای در معرض هلاکت قرار گرفتن بوده و غرر به معنی خطر است؛ معنای مصدری خطر، در شرف هلاکت قرار گرفتن است و مخاطره به معنی ارتکاب چیزی است که در آن خطر و هلاکت است یا انجام چیزی که در آن احتمال مساوی یا راجح تلف و هلاکت وجود دارد و بنابراین بیعی که در آن، یکی از عوضین در خطر باشند یعنی در معرض تلف و در شرف هلاکت باشند را بیع غرری می‌نامیم" (نراقی ۱۴۱۷، صص ۸۹-۸۸).

۲-۶- برخی از مصادیق غرر در کلام فقها

علامه در تذکره، قدرت بر تسلیم را یکی از شرایط صحت بیع ذکر کرده و می‌فرماید این شرط در صحت بیع اجماعی است زیرا بیع را از غرری بودن خارج می‌کند. از نظر ایشان، بیع پرنده در هوا چه مملوک باشد چه مملوک نباشد، صحیح نیست، زیرا این بیع غرری بوده و پیامبر اکرم (ص) از این بیع نهی کرده است. همچنین ایشان بیع حمل در شکم حیوان را بیعی غرری دانسته و علت آن را این گونه توضیح می‌دهد: عدم علم بر سلامت و صفات مبیع وجود دارد، اطمینان نداریم آیا زنده و یا مرده از شکم مادرش خارج می‌شود و همچنین از امکان تسلیم آن نیز اطمینان نداریم. ایشان همچنین بیع ملاقیح و مضامین را غرری می‌داند. از نظر علامه، اگر در بیع نسبت به ثمن جهالت وجود داشته باشد، آن بیع نیز غرری است (حلی، ۱۴۱۴ق، صص ۴۸-۴۷، ج ۱۰).

سید مرتضی در انتصار به صحت بیع بنده فراری همراه با اضافه (بنده فراری + یک چیز دیگر) به دلیل رفع شدن غرر، تصریح کرده است، برخلاف بقیه فقها که بیع بنده فراری را در هر صورت جایز ندانسته و دلیل آن را نهی از بیع غرری می‌دانند. ایشان دلیل سایر فقها جهت جایز نبودن این بیع را غرری بودن آن و نهی پیامبر اکرم (ص) از بیع غرر اعلام می‌کند. ایشان در ادامه می‌گویند که این نظر صحیح نیست چرا که به واسطه چیز اضافه، این بیع از دایره بیع غرری خارج می‌شود (نراقی، ۱۴۲۲ق، صص ۳۰۰).

ابن ادریس بیع شیر ندوشیده شده را به دلیل غرری بودن، باطل می داند. سپس در پاسخ به این سؤال که آیا می توان مقداری از شیر را دوشید و آن را به همراه باقی شیری که در پستان حیوان است فروخت؟ می فرماید، اقوی منع آن است، زیرا بیع مجهول و غرری است و پیامبر(ص) از بیع غرری نهی کرده است.

شهید در کتاب قوائد می نویسد: شرط است که جنس، مقدار و صفت مبیع معلوم باشد و اگر بگوید یکی از دو عبد را می فروشم، این بیع باطل است، برای این که غرری است.

صاحب تنقیح از ابی الصلاح و القاضی و سلار نقل می کند که: بیع چیزهایی که طعم و بو یکی از ویژگی های اصلی آنهاست بدون اطلاع و آگاهی از طعم و بوی آنها صحیح نیست. سپس می فرماید: برای این که این بیع مجهول است و بیع غرری و پیامبر اکرم(ص) از بیع غرری نهی کرده است.

محقق شیخ علی در شرح القواعد در بیان صحت بیع یک صاع از صبره مجهول می فرماید: اگر چه مبیع یک چیز کلی است ولی معلوم است (یک صاع)، پس غرری نیست، به خلاف این که بیع نصفی از این صبره مجهول مدنظر باشد و در این حالت چون مقدار کل صبره مجهول است، نصف آن نیز مجهول است و غرر ایجاد می شود.

صاحب عوائد الایام فی بیان قوائد الاحکام پس از ذکر موارد استعمال لفظ غرر در کلام فقها نتیجه می گیرد که: موارد و مصادیق غرر نزد فقها با معنایی که از لغویون نقل کردیم، مطابقت دارد پس اگر مبیع یا ثمن در موضع خطر باشد یا موضعی که احتمال تلف از نظر عرف وجود دارد، بیع غرری است. در این حالت طرفین یا یکی از طرفین در مقابل چیزی که اطمینان به آن ندارد، عوضی پرداخت می کنند و چه بسا عوض از دست

آن ها خارج شود ولی معوضی را دریافت نکنند (یا معوض غیر مطلوبی را دریافت کنند) (نراقی، ۱۴۱۷ق، صص ۹۳-۹۰).

۲-۷- مدارک قاعده نفی غرر

اصلی ترین مدرک قاعده نفی غرر، روایت مشهور نبوی است. در ادامه این روایت را توضیح داده و سپس درباره اجماع که از مدارک دیگر این قاعده محسوب می شود، نکاتی را ذکر می کنیم:

۲-۷-۱- روایت نبوی معروف

نهی النبى (ص) عن بیع الغرر: پیامبر از بیع غرری نهی کردند. بی تردید، مدرک اصلی قاعده نفی غرر، این حدیث معروف است. امام خمینی رحمه الله در بحث "اعتبار قدرت بر تحویل عوضین در خرید و فروش" از شیخ انصاری نقل می کند: ظاهر فقیهان شیعه این است که آنان به اتفاق برای استدلال قاعده به این روایت استناد می کنند. ظاهر گفته سید مرتضی آن چه از کتاب انتصار او نقل شده این است که فقیهان اهل سنت نیز به اتفاق به این روایت استناد می کنند.

حضرت امام رحمه الله می افزاید: طبق این نقل، شیعه و اهل سنت به این روایت نبوی استناد کرده اند. این روایت در کتاب وسائل الشیعه و مستدرک الوسائل با سندهای متعدّد نقل شده و هیچ اشکالی در صحت استناد به آن نیست؛ به طوری که محقق نائینی آن را از مسلمّات امت اسلامی دانسته است.

آیت الله خوئی درباره حدیث می گوید: تردیدی در ضعف سند این روایت نیست؛ زیرا روایتی نبوی صلی الله علیه و آله است و از طریق امامان علیهم السلام تأیید نشده؛ هر چند استدلال به آن مشهور است؛ بنابراین اگر استناد مشهور

فقیهان به روایت ثابت شود و از طرفی، استناد مشهور را جبران کننده ضعف سند روایت بدانیم، مطلوب ثابت است و گر نه استدلال به آن روایت صحیح نیست، و اثبات هر یک از آن دو (صغرا و کبرا) جداً مشکل است.

هر چند بپذیریم که شهرت، ضعف سند روایت را جبران نمی کند به ویژه آن جا که علت ضعف، مرسله بودن روایت باشد و از طرفی، استناد مشهور به روایت هم ثابت نباشد در خصوص این مورد، نکته بالاتری وجود دارد و آن این که تأمل در سخنان بزرگان فقه نشان می دهد در استدلال به این روایت، اتفاق نظر هست و اتفاق، از شهرت بالاتر است؛ چرا که بر فرض شهرت جبران کننده ضعف سند نباشد، اتفاق جابر است (علیدوست، ۱۳۸۲، ص ۹۱).

در روایت دیگری آمده است: نهی النبی عن الغرر: پیامبر (ص) از غرر نهی کردند. محقق نائینی می نویسد: این تعبیر را فقط علامه آورده و به احتمال قوی، کلمه "بیع" از قلم افتاده است و نمی توان به نقل او اعتماد کرد.

امام خمینی بر محقق نائینی اشکال گرفته، می فرماید: پیش از علامه حلی، شیخ طوسی در کتاب بیع خلاف، در مسأله ۲۴۵ به حدیث نبوی اول، و در کتاب ضمان مسأله ۱۳ و کتاب شرکت مسأله ۶ به نبوی دوم نهی النبی عن الغرر تمسک کرده است. همچنین ابن زهره در کتاب شرکت به نبوی دوم تمسک کرده است و روشن می شود که عقد شرکت و ضمان مشمول نبوی اول (نهی النبی عن بیع الغرر) نمی شوند.

البته چنانچه ایشان اعتراف دارند این اندازه، رافع مشکل ضعف سند روایت نمی باشد و روایت از حیث سند مرسل و ضعیف است و عمل به این حدیث در غیر باب بیع از چنان شهرتی برخوردار نیست که رافع ضعف سند باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۱۲۶).

۲-۷-۲- اجماع یکی دیگر از مدارک قاعده نفی غرر

شیخ احمد نراقی می نویسد: یکی از مدارک فساد بیع غرری اجماع است. پس کسی که در آثار فقها تتبع و جستجو کند، در می یابد که آن ها بر فساد معامله غرری در مواضع مختلفی تصریح کرده اند. به طوری که برای فقیه، علم حاصل می شود که امام معصوم (ع) به فساد بیع غرری حکم کرده است بلکه درباره این حکم میان فقیهان شیعه و عامه اتفاق نظر وجود دارد (نراقی، ۱۴۱۷، ص ۸۳).

میرزای قمی از فقیهان شیعه در تعریف اجماع می گوید: اجماع عبارت است از اتفاق جماعتی که اتفاق آن ها کاشف از رأی معصوم باشد به امری از امور دینی.

باید توجه داشت که گاهی از کتاب یا سنت دلیلی برای اثبات حکم مسئله ای وجود دارد و در نتیجه همه فقها به آن حکم اتفاق نظر پیدا می کنند و به اصطلاح اجماع تحقق می یابد. ولی گاهی چنین نیست و دلیلی برای اثبات حکم مسأله وجود ندارد؛ با این حال اجماع به وجود آمده است. اجماع نوع دوم ارزش اثباتی بیشتری دارد و در این صورت به درستی می توان آن را در شمار ادله دیگر استنباط ذکر کرد؛ ولی اجماع نوع اول را نمی توان دلیلی مستقل از ادله دیگر دانست زیرا فرض این است که مستند حکم مسأله کتاب و سنت است. این نوع اخیر را اجماع مدرکی گویند. بنابراین اجماع مدرکی دلیل مستقلی نیست؛ نه این که اجماع نباشد یا حجت نباشد (دلجو، ۱۳۹۱، ص ۴۶).

بنابراین با توجه به این که فقها با تکیه بر استناد به حدیث مشهور نبوی (ص)، در مورد نهی معامله غرری اجماع کرده اند، این اجماع مدرکی است و خود ارزش مستقلی ندارد.

۲-۸- جریان قاعده نفی غرر در بیع و سایر معاملات

صاحب عناوین می نویسد: در فساد بیع غرری، اجماع وجود دارد و حتی شهید در شرح بر ارشاد، بطلان بیع غرری را از ضروریات معرفی می کند. روایت پیامبر اکرم (ص) نیز بر بر همین مطلب دلالت دارد؛ بنابراین در بطلان بیع غرری بحثی نیست اما برای بطلان سایر عقود براساس قاعده نفی غرر می توان به یکی از دو دلیل زیر تمسک کرد:

۱- در روایت نهی پیامبر اکرم (ص) از بیع غرری، علت بطلان، غرری بودن معامله است و خصوصیتی برای بیع وجود ندارد؛ به عبارت دیگر، همانا منع پیامبر اکرم (ص) از بیع الغرر به دلیل غرری بودن آن است نه به دلیل بیع الغرر. پس وقتی علت، غرری بودن باشد، لازم است که هر عقد غرری، را باطل بدانیم؛ مگر در مواردی که دلیل خاصی داشته باشیم مانند جواز صلح بر مال مجهول و دلیل تمسک فقها به این قاعده در بطلان سائر عقود لازم و برخی از عقود جایز، به خاطر این است که فهم آن ها نیز از علت بطلان بیع غرری در این روایت، غرری بودن معامله بوده است.

۲- علامه حلی از پیامبر اکرم (ص) در کتاب تذکره این روایت را ذکر کرده است: "نهی النبی عن الغرر" پیامبر (ص) از غرر نهی کردند. در این روایت لفظ بیع ذکر نشده، پس منع از غرر، عام است و شامل سایر عقود دیگر نیز می شود و اگر چه احتمال سقوط کلمه و تسامح در نقل وجود دارد ولی اصل خلاف این احتمال است.

علاوه بر این دو دلیل، می توان گفت: ملاک در صحت عقود، شمول عمومات برای آن هاست (براساس بحث اصالت صحت عقود) و عمومات و اطلاقات با توجه به آن چه میان مردم متعارف است، تعیین می شوند و شکی نداریم که عقلا به معاملات غرری اقدام نکرده و معاملات غرری از معاملات متعارف نیستند، پس

عمومات و اطلاقات شامل معاملات غرری نبوده و این معاملات تحت اصل اولی فساد باقی می ماند.

همچنین بنای شرع، قطع مشاجره و کشمکش میان مردم و ایجاد جاذبه میان آن هاست و شکی نیست که غرر موجب تنازع و اختلاف می شود. پس حکمت اقتضاء می کند که این زمینه اختلاف و مشاجره برچیده شود و سیره مسلمین در اعصار مختلف، اجتناب از هر چیزی است که در آن خطر و غرر وجود دارد چه بیع و چه سایر عقود و معاملات دیگر. البته سیره مسلمین به تنهایی حجت می باشد و خلاصه این که غرر در همه معاملات سبب بطلان آن ها شده مگر این که دلیل خاصی داشته باشیم (مراغی، ۱۴۱۷ق، صص ۳۱۳-۳۱۲).

برخی را عقیده بر این است که دلیل عمده بر لزوم رفع ابهام از مورد معامله، عرف و سیره عقلا است که از سوی قانون گذار تنفیذ گردیده است. روش عقلا در این زمینه، مخصوص بیع نبوده و اصولاً در سایر عقودی که بنای دو طرف بر حفظ تعادل ارزش عوضین است، رعایت می شود (بجنوردی، ۱۴۰۱ق، صص ۱۴۸-۱۴۷).

۲-۹- تطبیقات قاعده نفی غرر

فقهها در تطبیق قاعده نفی غرر مواردی را بیان کرده اند که به اهم آنها اشاره می کنیم. البته قبل از آن تذکر دو نکته لازم است. نخست این که، این موارد از باب بیان نمونه اند و دلیلی بر انحصار در آن موارد نیست. دوم این که، در برخی از موارد علاوه بر قاعده نفی غرر، ممکن است دلیل دیگری نیز بر بطلان معامله دلالت کند.

۱. خطر عدم وجود یکی از عوضین: صاحب عناوین می نویسد: و از این قاعده (نفی غرر) اشتراط علم و اطمینان به وجود عوضین در صحت بیع آشکار می شود (مراغی، ۱۴۱۷ق، ص ۳۱۱، ج ۲) و در عوائدالایام

در خصوص عدم اطمینان به تحقق وجود مبیع به‌عنوان یکی از موارد و مصادیق غرر می‌خوانیم:

۲. خطر نیز به اعتبار عدم اطمینان به تحقق وجود مورد معامله محقق می‌شود؛ بدین بیان که یکی از طرفین معامله به تحقق و وجود یافتن مورد معامله اطمینان ندارد، پس در این صورت مورد معامله در معرض تلف تلقی می‌شود (نراقی، ۱۴۱۷ ق، ص ۹۴) فقها مثال‌هایی چون بیع حبل‌الجبلة (نتاج نتاج) را برای این مورد بیان کرده‌اند.

۳. خطر عدم قدرت بر تسلیم یا تسلیم عوضین: گاهی هر دو یا یکی از عوضین به گونه‌ای است که قدرت بر قبض و اقباض آن نیست در نتیجه بیع آن و پرداخت عوض در مقابل آن غرری و خطری است، مانند فروش حیوانی که فرار کرده، پرنده‌ای که از قفس پریده، ماهی‌ای که در آب‌های آزاد رها شده یا انگشتری که گم شده است (موسویان، ۱۳۹۰، ص ۱۲۸).

صاحب‌عناوین می‌نویسد: و همچنین براساس این قاعده، اشتراط قدرت بر تسلیم یا تسلّم ثابت می‌شود؛ به این معنا که لازم است که امکان دستیابی به عوضین برحسب عادت و عرف ممکن باشد چه این که مالک عوض را تسلیم کند و یا این که مشتری خودش شخصاً عوض را تسلّم کند و در این زمینه نیز روایاتی ذکر شده است مثل روایتی که در آن پیامبر اکرم (ص) می‌فرماید: چیزی که بر آن سلطنت کامل نداری (کنایه از عدم قدرت بر تسلیم مال) نفروش، لکن با وجود چنین قاعده‌ای نیازی به ذکر این روایت نیست (مراغی، ۱۴۱۷ ق، ص ۳۱۱، ج ۲).

البته باید توجه داشت که قدرت مشتری به تنهایی برای تسلّم مورد معامله در صحت بیع کافی است. اگرچه فروشنده از تسلیم عاجز باشد و این رأی بسیاری از فقهاست. از این رو، مثلاً خرید و فروش اسب و حیوان فراری که مکان آن معلوم نیست و فروشنده قادر به تسلیم آن نمی‌باشد، ولی مشتری بر آن دسترسی دارد،

صحیح و معتبر است؛ زیرا قدرت بر تسلیم و تسلّم تنها طریقت دارد نه موضوعیت (رفیعی، ۱۳۷۸، ص ۷۱).

۱. خطر عدم اطلاع از خصوصیات و شرایط معامله: گاهی عوضین از حیث وجود و قدرت بر تسلیم و مالیت روشن هستند، لکن خصوصیات و شرایط معامله به گونه ای است که پرداخت عوض در آن معامله با آن شرایط و خصوصیات خطری است. مثلاً فروش کالا به شرط این که مشتری در هر زمان یا در هر مکانی به هر وسیله ای خواست قیمت کالا را بپردازد، غرری است؛ چون این مورد به گونه ای به خطر در عوضین از حیث اصل وجود، تزلزل در مالکیت و مقدار مالیت بر می گردد و مشمول حدیث نفی غرر است (موسویان، ۱۳۹۰، ص ۱۲۸).

۲. خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین: صاحب عوائد الایام می نویسد: یکی از موارد غرر، خطر به اعتبار جهل به مقدار یا جنس یا وصف "مورد معامله" است؛ در صورتی که طرفین به مورد معامله علم نداشته باشند، در واقع، عوض یا معوض خود را در محل و موضع خطر و غرر قرار می دهند؛ زیرا ممکن است در مقابل عوضی که می دهند، معوض معادل به دست نیاورند. البته اختلاف احتمالی باید به گونه ای باشد که اهل عرف به آن توجه کنند و قابل مسامحه و اغماض نباشد. به همین جهت به اختلافی که عرفاً موجب تفاوت قیمت و ارزش مبیع نیست، اعتنا نمی شود (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۹۴).

۲-۱۰- معیار تشخیص غرر در معامله

سؤال اساسی این است که معیار تشخیص غرر در معامله چیست؟ آیا به طور عمده و اساساً بر عهده عرف است و یا این که شرع (قانون) آن را معین می کند؟ (رفیعی، ۱۳۷۸، ص ۴۷).

بدیهی است که در مورد حکم بطلان "معاملات غرری" که از روایت مشهور نبوی (ص) و سایر روایات دیگر و اجماع فقیهان استفاده شده است، نیازی به ارجاع به عرف (چه عرف عام و سیره عقلا و چه عرف خاص و سیره متشرعه) وجود ندارد؛ زیرا شارع خود قاعده قطعی و حکم روشنی در این مورد بیان نموده است و داوری عرف را فقط در تعیین مصداق و تشخیص موضوع پذیرفته است یعنی اگر در معامله ای، عرف غرر را منتفی دانست، حکم معامله غرری (بطلان) بر آن بار نمی شود و چنان چه عرف غرر را ثابت و محقق دانست، خود به خود حکم معامله غرری مؤثر خواهد شد. اصولاً معیار تشخیص و تحقق هر کدام از تطبیقات قاعده نفی غرر بر عهده عرف است (رفیعی، ۱۳۷۸، صص ۵۱-۵۰).

۳- بخش تحلیلی

۳-۱- قاعده نفی غرر و معاملات سهام عادی

براساس توضیحات ماهیت سهام عادی، می توانیم معاملات سهام عادی شرکت های بورسی را در قالب عقد بیع در نظر بگیریم ولی اگر اشکال شود که معاملات سهام عادی در قالب قراردادهای دیگری قرار می گیرد باز هم به بحث ما خدشه ای وارد نمی شود زیرا ما قائل به جریان ممنوعیت غرر در همه عقود

و قراردادهای هستیم. برای بررسی غرری بودن معاملات سهام، حالت‌های مختلف غرری بودن معامله با معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران تطبیق داده می‌شود و در صورتی که معاملات سهام حداقل با یکی از حالت‌های معاملات غرری انطباق داشته باشد، در آن صورت می‌توان حکم به غرری بودن معاملات سهام داد.

فقه‌های شیعه، چهار حالت را برای معاملات غرری ذکر می‌کنند که در ادامه این تطبیقات را برای معاملات (خرید و فروش) سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران بررسی می‌کنیم:

۲-۳- خطر عدم وجود یکی از عوضین

از قاعده نفی غرر اشتراط علم و اطمینان به وجود عوضین (سهام عادی و پول نقد) در صحت بیع آشکار می‌شود؛ البته معاملات سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق سامانه الکترونیکی معاملات انجام می‌شود. خریداران سهام باید قبل از خرید سهام، منابع مالی لازم را واریز کرده و سپس اقدام به ارسال سفارش کنند. بنابراین نسبت به وجود یکی از عوضین یعنی پول نقد اطمینان حاصل می‌شود. در مورد وجود سهام عادی نیز، سهام شرکت‌های پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران پس از درج در فهرست نرخ‌های بورس، عرضه شده و مورد معامله قرار می‌گیرند و هم‌چنین بعد از انجام معامله، کفایت موجودی اوراق سهامدار برای تسویه معامله کنترل می‌شود. نتیجه این‌که در معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، خطر تلف یکی از عوضین در نتیجه عدم وجود یکی از آن‌ها وجود ندارد.

۳-۳- خطر عدم قدرت بر تسلیم عوضین

به این معنا که لازم است امکان دستیابی به عوضین (سهام و پول نقد) بر حسب عادت و عرف ممکن باشد. البته در معاملات سهام، پس از انجام معاملات از طریق سامانه معاملات، پس از کنترل مسدود نبودن موجودی سهامدار از قبیل رهن و وثیقه به طور خودکار، سهام عادی در حساب خریدار و مبلغ فروش سهام نیز در حساب فروشنده ثبت می گردد. همچنین پس از خرید سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران، گواهینامه نقل و انتقال سهام یک روز کاری پس از انجام معامله، در محل کارگزاری آماده تحویل به خریداران سهام است. بنابراین در معاملات سهام، خطر تلف یکی از عوضین در نتیجه عدم قدرت بر تسلیم عوضین نیز وجود ندارد.

۳-۴- خطر اطلاع ناکافی از خصوصیات و شرایط معامله

گفتیم گاهی عوضین از حیث وجود و قدرت بر تسلیم و مالیت روشن هستند، لکن خصوصیات و شرایط معامله به گونه ای است که پرداخت عوض در آن معامله با آن شرایط و خصوصیات خطری است. مثلاً فروش کالا به شرط این که مشتری در هر زمان یا در هر مکانی به هر وسیله ای خواست قیمت کالا را بپردازد، غرری است (موسویان، ۱۳۹۰، ص ۱۲۸). بنابراین اول، شرایط معاملات سهام باید خود ایجاد کننده غرر نباشد و دوم، معامله گران باید با آگاهی کافی از شرایط و خصوصیات معاملات سهام، وارد معاملات شوند.

۳-۵- خطر اطلاع ناکافی از عوضین

گفتیم که یکی از موارد غرر، خطر به اعتبار، جهل به مقدار یا جنس یا وصف

"مورد معامله" است؛ عوضین در معاملات سهام عبارتند از: سهام (مثنی) و پول رایج (ثمن). در ثمن ابهامی وجود ندارد و باید این مصداق از معاملات غرری را در قسمت مبیع یعنی سهام عادی بررسی کنیم؛ در ادامه به صورت تفصیلی تر به تطبیق این حالت با معاملات سهام عادی شرکت‌های بورسی می‌پردازیم.

جهت بررسی وجود غرر ناشی از حالت چهارم در معاملات سهام، می‌توان در یک تقسیم‌بندی ثنائی منطقی، سرمایه‌گذاران (حقیقی و حقوقی) را به دو نوع سرمایه‌گذارانی که به صورت عقلائی و آگاهانه اقدام به معامله سهام می‌کنند و سرمایه‌گذارانی که به صورت غیر عقلائی اقدام به معامله سهام می‌کنند، تقسیم‌بندی کرد.

البته هر کدام از این دو نوع سرمایه‌گذاران، مصادیق مختلفی را شامل می‌شوند که در ادامه به آن‌ها پرداخته می‌شود و در هر مصداق، غرری بودن یا نبودن معامله را تبیین می‌کنیم.

۳-۵-۱- سرمایه‌گذارانی که به صورت عقلائی و آگاهانه اقدام به معامله سهام می‌کنند

این دسته از سرمایه‌گذاران، تلاش لازم را جهت جمع‌آوری اطلاعات موجود به عمل آورده و گزینه سرمایه‌گذاری خود را تحلیل می‌کنند. خود این گروه از سرمایه‌گذاران را می‌توان به دو دسته طبقه‌بندی کرد:

الف) سرمایه‌گذارانی که خودشان به جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات می‌پردازند.

این دسته از سرمایه‌گذاران با توجه به اندوخته‌های علمی و تجربی و با جمع‌آوری اطلاعات و تحلیل آن‌ها، تصمیم خود را در مورد انجام یک سرمایه‌گذاری

خاص (یک معامله) اتخاذ می کنند.

سئوالی که در مورد این دسته از معامله گران مطرح می شود این است که "معاملات این گروه از سرمایه گذاران در چه شرایطی، مصداق معاملات غرری در نتیجه حالت چهارم (خطر اطلاع ناکافی از عوضین) خواهد بود؟"

پاسخ این سئوال را می توان در قالب یک مثال تشریح کرد. فرض کنید که خریدار خواهان خرید سهام شرکت الف است. او با مراجعه به سامانه معاملات آنلاین مشاهده می کند که قیمت سهام مورد نظر برای خرید، ده هزار ریال است. از آن جا که تصمیم، یک تصمیم سرمایه گذاری است، سرمایه گذار با این سئوال مواجه است، که آیا قیمت سهام ارزش واقعی آن را منعکس می کند؟ و در صورتی که جواب مثبت باشد، اقدام به خرید این سهم خواهد کرد.

طبیعتاً اطلاعاتی که در قیمت سهام موثر است، حیاتی ترین رکن در تصمیم گیری وی خواهد بود. بنابراین اگر این اطلاعات اساسی در اختیار سرمایه گذاران نباشد، چون این سرمایه گذاران قادر به تحلیل گزینه مورد نظر خود نیستند نتیجه این می شود که یا قادر به تصمیم گیری نخواهند بود (معامله ای صورت نمی گیرد) و یا در شرایط ابهام به معامله پرداخته که این معامله مصداق معامله ی غرری خواهد بود.

سئوال دیگری که مطرح می شود این است که اطلاعات اساسی اثرگذار در قیمت سهام عادی شامل چه مواردی هستند (چه کسی صلاحیت تعیین اطلاعات اثرگذار را دارد؟) گفتیم که در منابع و متون فقهی، تشخیص و تحقق هر کدام از مواردی که موجب غرر می شود، بر عهده عرف گذاشته شده است و ملاک رفع غرر در مورد معلوم بودن مورد معامله، عرف و عادت جاری است. نتیجه این که برای رفع خطر ناشی از اطلاع ناکافی از سهام عادی شرکت های بورسی، باید اطلاعاتی که عرف متخصص آن ها را اثرگذار بر ارزش سهام عادی تشخیص می دهد، در اختیار معامله گران قرار داد. این اطلاعات می تواند شامل اطلاعات

درباره خود شرکت مانند سهامداران، اعضای هیأت مدیره، دارایی‌ها، بدهی‌ها، سود هر سهم و اطلاعات درباره معاملات مانند اطلاعات تاریخی، میزان عرضه و تقاضا و... باشد. این موضوع می‌تواند اهمیت و ضرورت افشای اطلاعات به موقع و قابل اعتماد توسط شرکت‌های سهامی عام و بورس‌های اوراق بهادار را تبیین کند. هم‌چنین براساس بحث بالا، ضرورت و اهمیت ایجاد و فعالیت نهاد ناظر (سازمان بورس و اوراق بهادار) که مسئولیت قانون‌گذاری و نظارت بر شرکت‌های سهامی، بورس‌ها و معاملات سهام عادی را دارد، آشکار می‌گردد.

البته باید توجه داشت که در برخی از موارد، شرکت سهامی عام و بورس اوراق بهادار تهران توانایی انتشار برخی از اطلاعات اثرگذار در قیمت سهام عادی را ندارند و آن اطلاعات باید توسط برخی از نهادهای حاکمیتی تعیین و ارائه شود که در این مورد نقش سازمان بورس و اوراق بهادار جهت رایزنی برای تعیین صحیح و انتشار به موقع این نوع از اطلاعات و جلوگیری از انجام معاملات سهام مربوطه در دوره ابهام قابل ملاحظه است. به عنوان مثال، در مرحله عمل و در شرکت‌های پتروشیمی، موضوع تعیین خوراک به عنوان یک موضوع چالشی است که تاکنون نیز تعیین تکلیف نشده است. از آن‌جا که یکی از مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر قیمت سهام، قیمت خوراک به عنوان قیمت مواد اولیه است، بنابراین در معاملات این شرکت‌ها نیز سرمایه‌گذار با ارزش‌گذاری‌های متفاوت به حیث تغییر قیمت خوراک روبرو خواهد بود و بنابراین دچار ابهام در ارزش سهام این شرکت‌ها است. پس با توجه به اینکه خطر عدم اطلاع از ارزش یکی از عوضین که همان ارزش سهام شرکت‌های پتروشیمی است، وجود دارد، چنین خطری منشأ غرر در معاملات سهام این شرکت‌ها است.

پیشنهاد می‌شود کمیته‌ای در سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل شده و بر کفایت اطلاعات لازم جهت انجام معاملات سهام شرکت‌های بورسی نظارت داشته و با رصد دائمی نیازهای اطلاعاتی معامله‌گران سهام عادی (عرف متخصص

منضبط) چه در بورس‌های داخل کشور و چه در بورس‌های خارج از کشور، اصلاحات و ابداعات لازم را در قوانین و سازوکارهای معاملات ایجاد کند.

ب) سرمایه‌گذارانی که جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات را به مشاوران مالی (حقیقی یا حقوقی) سپرده و براساس مشاوره آن‌ها اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند.

این نوع از سرمایه‌گذاران به دلیل تفوق دانشی و تجربی مشاوران مالی و با اعتماد به صلاحیت آن‌ها، سهامی را که به تشخیص آن‌ها سهام مناسبی برای سرمایه‌گذاری باشد، انتخاب می‌نمایند. مشاوران مالی در این صورت، نقش وکیل سرمایه‌گذار را ایفا می‌کنند و در قبال دریافت حق‌الزحمه یا همان حق‌الوکاله، این اقدامات را انجام می‌دهند.

در این حالت نیز مشاوران مالی برای تحلیل گزینه سرمایه‌گذاری نیاز به اطلاعات کافی دارند و در صورتی که اطلاعات مورد نظر منتشر نشود یا در دسترس قرار نگیرد؛ این مشاوران قادر به تحلیل گزینه سرمایه‌گذاری نخواهند بود و اگر معامله‌ای صورت گیرد، معامله در شرایط ابهام بوده و مصداق معاملات غرری است.

سئوالی که مطرح می‌شود از این قرار است که "آیا اگر مشاور مالی با فرض وجود و دسترسی به اطلاعات کافی، وظیفه خود را به خوبی انجام ندهد و در معامله سهام، فرآیند تحلیل دقیق را انجام ندهد و این اقدام وی منجر به ضرر سرمایه‌گذار شود، آیا می‌توان با استناد به غرری بودن معامله حکم به بطلان آن و در نتیجه برگشت وجه نقد به سرمایه‌گذار و سهام به فروشنده نمود؟"

در پاسخ به این سئوال باید گفت که رابطه سرمایه‌گذار با مشاور مالی، رابطه وکالت است و در صورتی که مشاور مالی، وظایف خود را به خوبی انجام ندهد،

مصدق تعدی و تفریط خواهد بود که در این حالت سرمایه‌گذار می‌تواند ادعای خسارت از مشاور مالی نماید، ولی معامله انجام شده غرری نخواهد بود و بنابراین صحیح می‌باشد، لیکن مشاور مالی ضامن است و بایستی خسارت سرمایه‌گذار ناشی از تعدی و تفریط را جبران نماید.

۳-۵-۲- حالت دوم، سرمایه‌گذارانی هستند که به صورت غیرعقلانی مبادرت به معامله سهام می‌کنند.

این سرمایه‌گذاران تحت عنوان غیرعقلانی طبقه‌بندی می‌شوند چون حالت دوم مصادیق متعددی چون تکیه بر بخت و اقبال، تصادفی، تفریحی، توده‌واری و... دارد.

سئوال مطرح شده در این قسمت این است که "اگر فردی به صورت غیرعقلانی اقدام به معامله سهام بکند، آیا این معامله، مصداق معامله غرری است و باطل می‌باشد؟"

فرض کنید که سرمایه‌گذار "ب" اطلاعات منتشر شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار را مطالعه نمی‌کند و با تکیه بر بخت و اقبال و پس از قرعه‌کشی، تصمیم می‌گیرد که سهام بیستم از مجموعه سهام های لیست شده در بورس اوراق بهادار تهران را خریداری نماید، یا این که در فرض دیگر، اطلاع پیدا می‌کند که افراد زیادی متقاضی خرید سهام بیستم هستند و بدون تحلیل و در قالب حرکت توده‌واری اقدام به سفارش سهام بیستم برای کارگزار خود می‌کند. کارگزار نیز به او اعلام می‌کند که قیمت این سهم، سی هزار ریال است. سپس سهام برای وی خریداری می‌شود و پس از گذشت مدتی، قیمت سهم در بازار افت شدیدی پیدا می‌کند. حال آیا سرمایه‌گذار می‌تواند ادعا کند که چون بدون مطالعه اطلاعات موجود اقدام به سرمایه‌گذاری نموده است، این معامله غرری و

باطل است و مستلزم این است که وجه پرداختی به وی برگردانده شود؟

در پاسخ باید عنوان کرد، از آنجایی که اطلاعات اثرگذار بر ارزش سهام وجود داشته است، بنابراین ذیل حالت چهارم از معاملات غرری (یعنی حالت خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین) قرار نمی گیرد و این اشتباه خود فرد بوده است که به مطالعه و تحلیل اطلاعات نپرداخته است. بنابراین معامله صحیح است. بله؛ چنانچه اثبات شود که سرمایه‌گذار محجور بوده است، معامله باطل است ولی دلیل این بطلان غرر نیست و بطلان معامله، ذیل عنوان فقهی دیگری قرار می‌گیرد.

البته در این حالت نیز اگر اطلاعات اثرگذار در ارزش سهام وجود نداشته باشد یا در دسترس قرار نگیرد و یا اینکه مبهم باشد مثل حالتی که سرمایه‌گذار به صورت آگاهانه اقدام به خرید می‌کند ولی با عدم اطلاعات یا ابهام آن مواجه است، معامله غرری خواهد بود و بایستی وجه سرمایه‌گذار به وی و سهام به فروشنده بازگردانده شود.

۳-۶- غرر و هزینه فرصت

در این بخش به جریان غرر در معاملاتی که با هزینه فرصت روبرو هستند، خواهیم پرداخت. ذکر دو مثال این مفهوم را روشن‌تر می‌کند. در مثال اول، فرض کنید که سرمایه‌گذار "د" می‌خواهد در بازار سهام وارد معامله شود. فرض کنید که اطلاعات مربوط به یک سهام در این بازار وجود ندارد ولی تمامی اطلاعات مرتبط با سهام‌های دیگر به صورت کامل در دسترس می‌باشد. سرمایه‌گذار "د" پس از بررسی و تحلیل اطلاعات، سهام (ب) را برای خرید انتخاب می‌کند. بعد از گذشت چند ماه او متوجه می‌شود که بازدهی سهام او در مقایسه با تمامی سهام‌های دیگر به جز سهامی که اطلاعات آن سهم در بازار موجود نبود، بالاتر است و از سهم مذکور پائین‌تر. در اینجا سرمایه‌گذار هزینه فرصتی را معادل

تفاوت بازدهی سهامی که اطلاعاتش موجود نبوده است و سهامی که خریده است از دست داده است. سؤال اینجاست که "آیا سرمایه‌گذار می‌تواند با ادعای در دسترس نبودن تمامی اطلاعات که منجر به هزینه فرصت برای او شده است و با استناد به غرری بودن معامله، معامله‌ای را که انجام داده است باطل بداند؟"

یا در مثال دیگری فرض کنید که سرمایه‌گذار دیگری قصد سرمایه‌گذاری در یکی از گزینه‌های موجود در اقتصاد را داشته باشد. فرض کنید که اطلاعات کافی در مورد سهام شرکت‌های مختلف بورس اوراق بهادار تهران در دسترس است ولی اطلاعات کافی برای سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات و یا نرخ ارز موجود نباشد. سرمایه‌گذار پس از بررسی نرخ‌های سود و بازدهی سهام در بازار سهام، اقدام به خرید سهام شرکت بورسی (ج) می‌کند. بعد از گذشت چند ماه او با دوست خود که در بازار املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری می‌کند، روبرو می‌شود و متوجه می‌شود که هر چند نسبت به تمامی سهام‌های موجود در بازار سهام سود بیشتری را کسب کرده است ولی دوست او ۷٪ سود بیشتری کسب کرده است. سئوالی که مطرح می‌شود این است که "آیا سرمایه‌گذار می‌تواند با استناد به عدم وجود اطلاعات مرتبط با بازار دیگر یعنی بازار املاک و مستغلات که منجر به ایجاد هزینه فرصت برای او شده است، معامله انجام شده را غرری و باطل بداند و خواستار برگرداندن وجه پرداختی خود شود؟"

همچنانکه مشاهده می‌شود هر دو سؤال به یک موضوع بر می‌گردد و این که آیا غرر در هزینه فرصت نیز جاری است یا خیر؟

مطالعه غرر در فقه نشان می‌دهد که فقها غرر را در باب یک معامله خاص تعریف می‌کنند و شرایط چهارگانه غرری بودن را تنها در یک معامله خاص تعریف می‌کنند و از آن شرایط چهارگانه مثلاً در شرط چهارم، خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین را در یک معامله خاص مطرح می‌کند و نیازی به مقایسه یک معامله با معاملات دیگر نیست و چنانچه اطلاعات اثرگذار بر روی ارزش عوضین

در یک معامله به صورت کافی وجود داشته باشد، معامله غرری نخواهد بود.

بنابراین در مورد هزینه فرصت نیز می توان گفت که هر چند که فراهم آوردن تمامی اطلاعات بازارهای مختلف و حتی اطلاعات کلان اقتصاد کشور به منظور فراهم آوردن پتانسیل بهترین و مناسب ترین سرمایه گذاری ها برای سرمایه گذاران در یک اقتصاد از وظایف حاکمیت و نهادهای تخصصی زیرمجموعه آن می باشد ولی فراهم نبودن این اطلاعات نمی تواند دلیل صدور حکم غرری بودن یک معامله خاص در یک بازار دیگر و یا همان بازار باشد.

منابع

۱. اعتصامی، امیر حسین. ۱۳۹۲. معرفی سازوکار معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، تار نمای مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار
۲. بجنوردی، سید محمد بن حسن موسوی. ۱۴۰۱ ه.ق. قواعد فقهیه. تهران: مؤسسه عروج.
۳. تفرشی، محمد عیسی و شعاریان ستار، ابراهیم (بی تا)، "سهم و حقوق ناشی از آن در شرکت‌های سهامی"، مجله پژوهش حقوق و سیاست.
۴. حلی، حسن بن یوسف بن مطهر اسدی. ۱۴۱۴. تذکره الفقهاء (ط - الحدیثه)، قم: مؤسسه آل البيت عليهم السلام.
۵. دلجو، رئوف. ۱۳۹۱. قاعده غرر در حقوق مدنی ایران. تهران: انتشارات جاودانه جنگل.
۶. رفیعی، محمد تقی. ۱۳۷۸. مطالعه تطبیقی غرر در معامله در حقوق اسلام و ایران و کنوانسیون بیع بین المللی. قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم، مرکز انتشارات. نسخه الکترونیکی سایت تبیان.
۷. عبدی پور فرد (۱۳۹۱)، مباحث تحلیلی از حقوق تجارت، قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، چاپ اول.
۸. علی دوست، ابوالقاسم. ۱۳۸۲. قاعده نفی غرر در معاملات. اقتصاد اسلامی. شماره ۹. ۱۰۶-۸۹.
۹. مراغی، سید میر عبد الفتاح بن علی حسینی. ۱۴۱۷ ه.ق. العناوین الفقهیه، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۱۰. موسویان، سیدعباس و بهاری قراملکی، حسن (۱۳۹۱)، مبانی فقهی بازار پول و سرمایه، تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، چاپ اول.
۱۱. نراقی، مولی احمد بن محمد مهدی. ۱۴۱۷ ه.ق. عوائد الأيام فی بیان قواعد الأحکام. قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
۱۲. نراقی، مولی محمد بن احمد. ۱۴۲۲ ه.ق. مشارق الأحکام. قم: کنگره نراقیین ملا مهدی و ملا احمد.

طراحی ابزارهای مالی منطبق با شریعت در بازار پول اسلامی جهت سیاست گذاری بانک مرکزی: دلالت‌هایی برای توسعه بازار بدهی کوتاه‌مدت در کشور

حسین میثمی^۱

کامران ندیری^۲

چکیده

این تحقیق تلاش می‌کند تا ضمن تبیین ابعاد و جایگاه بازار پول در نظام بانکداری اسلامی و امکان‌سنجی و بحث در رابطه ضرورت تشکیل بازار پول اسلامی در کشور، به طراحی شیوه‌های عملیاتی و اوراق بهادار اسلامی (صکوک) که می‌تواند جهت سیاست‌گذاری پولی مورد استفاده قرار گیرد می‌پردازد. یافته‌های پژوهش که به روش تحلیلی-توصیفی بدست آمده‌اند نشان می‌دهد که عقود مبادله‌ای سازگاری بیشتری با ماهیت بازار پول اسلامی دارند و می‌توان با استفاده از ظرفیت آن‌ها،

۱ استادیار پژوهشکده پولی و بانکی (نویسنده مسئول)

۲ استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)

انواعی از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را به عنوان جایگزین اوراق قرضه جهت عملیات بازار باز و ارائه تسهیلات قاعده‌مند (که مهمترین شیوه‌های کاربردی در بانکداری مرکزی نوین هستند) طراحی نمود. بر اساس نتایج این تحقیق می‌توان مدعی بود که لازم است تلاش‌ها جهت حرکت به سمت توسعه بازار پول اسلامی (بازار بدهی کوتاه‌مدت اسلامی) با استفاده از انواع صکوک کوتاه‌مدت مبتنی بر عقود مبادله‌ای متمرکز گردد. توسعه این بازار ضمن کمک به کشف قیمت منابع در بازار پول، سیگنال‌دهی به سایر بازارها و زمینه‌سازی تشکیل منحنی بازده^۳ اقتصاد، به شفافیت بیشتر نظام بانکی کمک شایانی می‌کند.

واژگان کلیدی: سیاست‌گذاری پولی، بانکداری مرکزی نوین، عملیات بازار باز، بانکداری بدون ربا.

JEL: D53, E52. طبقه‌بندی

۱- مقدمه

بازار پول، یکی از مهمترین و موثرترین اجزاء نظام‌های اقتصادی و مالی نوین است. به نحوی که به جرات می‌توان مدعی بود که هم نظریه اقتصادی و هم تجربه کشورهای مختلف توسعه یافته و در حال توسعه در چند دهه اخیر نشان می‌دهد دستیابی به نظام مالی پویا، عمیق و کارا بدون وجود بازار پول سالم با کارکرد مناسب اساساً امکان‌پذیر نیست (کلوز و دیگران^۴، ۲۰۱۰، ص. ۱۸).

با این حال در نظام مالی کشور تا کنون به لحاظ نظری برخی دیدگاه‌ها اساساً مدعی شده‌اند که در چارچوب اسلامی نمی‌توان بازار پولی تشکیل داد و آنچه هست صرفاً بازار سرمایه است (در این پژوهش این دیدگاه مورد نقد واقع می‌شود). به لحاظ تجربی نیز بازار پول کشور از عمق بسیار پائینی برخوردار است و همین باعث شده است که نتواند به نیازهای ذینفعان این بازار (از جمله نیازهای بانک مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی) به شیوه صحیح پاسخ دهد.

با توجه به آنچه مطرح شد به نظر می‌رسد که ارزیابی مسئله بازار پول اسلامی و طراحی ابزارهای مناسب اسلامی جهت این بازار به عنوان موضوعی جدید و در عین حال بسیار مهم نیازمند پژوهش و تحقیق است. اهمیت مسئله زمانی بیشتر روشن می‌گردد که به دو موضوع توجه شود. **اولاً**، در سیاست‌های ابلاغی برنامه ششم توسعه توسط رهبر معظم انقلاب، صراحتاً به عنوان یکی از بازارهای رسمی در نظام جمهوری اسلامی ایران پذیرفته شده است. **ثانیاً**، دولت محترم (شامل وزارت اقتصاد و بانک مرکزی) ضمن درک اهمیت موضوع، تأکید زیادی بر توسعه بازار بدهی‌های منطبق با شریعت کوتاه‌مدت (که در واقع همان تعریف بازار پول است) دارند.

با توجه به آنچه مطرح شد پژوهش حاضر تلاش می‌کند تا ضمن بحث در مورد امکان تشکیل بازار پول اسلامی در کشور، به طراحی ابزارهای مالی منطبق با شریعت در بازار پول اسلامی جهت سیاست‌گذاری بانک مرکزی پرداخته و در نهایت دلالت‌های مشخصی برای توسعه بازار بدهی کوتاه‌مدت در کشور ارائه کند. در بحث طراحی ابزارهای اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی بر دو شیوه اصلی مورد استفاده توسط بانک‌های مرکزی یعنی عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند تاکید می‌شود.

۲- پیشینه تحقیق

هر چند مقوله بانکداری مرکزی اسلامی و سیاست‌گذاری پولی و ارزی در چارچوب فقه اسلامی از مباحث جدید در حوزه بانکداری اسلامی بوده و کمتر مورد توجه محققان (داخلی و خارجی) واقع شده است، اما تحقیقات معدودی در این رابطه انجام شده است که در این قسمت به آن‌ها اشاره می‌شود.

نظرپور (۱۳۸۴) با استفاده از روش تحلیل فقهی، به مقوله استفاده از صکوک استصناع جهت سیاست‌گذاری پولی پرداخته و ظرفیت‌های این اوراق را برجسته می‌نماید. یافته‌های این تحقیق نشان دهنده آن است که امکان جایگزینی اوراق قرضه با اوراق استصناع به عنوان ابزار سیاستی وجود دارد.

نودهی (۱۳۸۷) ضمن مقایسه تجربه ایران و سودان، به تبیین شیوه اجرایی‌سازی سیاست پولی با استفاده از ابزار عملیات بازار باز پرداخته و شیوه جایگزین نمودن اوراق مشارکت با اوراق قرضه را برجسته می‌نماید. در این مقاله در کنار عقد مشارکت، به نحوه ترکیب بیع دین با مشارکت نیز اشاره می‌شود.

عباسی مقدم (۱۳۸۸) به امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیر قرضه‌ای به عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی می‌پردازد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که بانک مرکزی در گسترش عملیات بازار باز باید چهار قاعده (اصل) را در نظر داشته باشد که عبارت‌اند از: حفظ استقلال ابزاری، حداقل‌سازی اثرات عملیات بانک مرکزی بر تخصیص اعتبارات و قیمت‌های نسبی، دستیابی به نقدینگی پرتفولیو و کنترل ریسک و نهایتاً شفافیت و محاسبه‌پذیری.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۹۰) با استفاده از روش کتابخانه‌ای و تحلیل محتوا، به تبیین کارکردهای اسناد خزانه اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی می‌پردازند. در این دیدگاه اسناد خزانه اوراق بهاداری هستند که گواه تعهد ناشر (عموماً دولت‌ها)

به بازپرداخت مبلغ اسمی آن‌ها در آینده می‌باشند. این اوراق به پشتوانه تعهد و اعتبار دولت‌ها منتشر شده و معاف از مالیات دولت‌های مرکزی و ایالتی می‌باشند.

شعبانی و قلیچ (۱۳۹۰) قابلیت‌های ابزارهای مالی اسلامی جهت کاهش تورم را مورد بحث قرار می‌دهند. یافته‌های این تحقیق که بر روی چهار نوع صکوک یعنی اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع تمرکز می‌کند نشان دهنده آن است که اوراق مذکور قادر به کاهش تورم پولی، تورم فشار هزینه، تورم فشار تقاضا و تا حدودی تورم وارداتی می‌باشند.

عثمانی (۱۹۹۸) با روش اجتهاد فقهی در چارچوب فقه شافعی، تلاش می‌کند تا به بررسی انواع عقود اسلامی و اوراق بهادار پرداخته و ضوابط فقهی مشخصی که لازم است در تمامی طراحی‌های مختلف برای اوراق بهادار اسلامی مورد توجه باشد را برجسته نماید. در این تحقیق به کلیات مقوله سیاست‌گذاری مالی و پولی با استفاده از اوراق بهادار اسلامی اشاره‌ای مختصر گردیده است.

ارسلان^۵ (۲۰۰۴) مقوله مدیریت ریسک مالی ساختارهای انواع اوراق بهادار اسلامی را مورد تحلیل قرار داده و ضمن بررسی انواع ریسک و ارتباط آن با ساختارهای مختلف اوراق بهادار اسلامی، به روش‌هایی برای پوشش ریسک این اوراق پرداخته است.

طاهر^۶ (۲۰۱۳) تلاش می‌کند تا با ارائه چارچوبی نهادی، زمینه‌های لازم جهت سیاست‌گذاری پولی و مالی در اقتصاد و مالی اسلامی را تبیین نماید. در این تحقیق ضمن تبیین اصول نظام مالی اسلام، اهداف، کارکردها و ویژگی‌های سیاست‌گذاری پولی اسلامی مورد بررسی قرار گرفته و برجسته می‌گردد.

همان طور که ملاحظه می‌شود، تحقیقات پیشین به صورت پراکنده برخی از

5 Arsalan

6 Tahir

ابعاد سیاست‌گذاری پولی را مورد بررسی قرار داده‌اند و لذا تاکنون تحقیقی که با رویکردی جامع به بحث بازار پول اسلامی (بازار بدهی‌های کوتاه‌مدت منطبق با شریعت) پرداخته و ابزارهای اسلامی جهت توسعه این بازار و اعمال سیاست پولی با استفاده از آن‌ها ارائه کرده باشد، انجام نشده است. از این منظر پژوهش حاضر دارای نوآوری می‌باشد.

۳- بازار پول اسلامی (بازار بدهی‌های کوتاه‌مدت منطبق با شریعت): امکان تشکیل آن و تعیین نرخ

سوال اولی که در اینجا مطرح می‌شود آن است که: "آیا در نظام بانکداری اسلامی، امکان تشکیل بازار پولی کوتاه‌مدت (بازار پول اسلامی) وجود دارد؟". در پاسخ به این سوال، برخی از محققین، بانکداری اسلامی را معادل حذف بازار پول از اقتصاد می‌دانند و بیان می‌دارند که در اقتصاد اسلامی بازار پول نباید وجود داشته باشد و آنچه هست بازار سرمایه است. در واقع: "با حذف بهره از اقتصاد، بازار پولی به طور طبیعی و واضح حذف خواهد شد" (توتونچیان، ۱۳۷۹، ص ۷۲۵). از این رو، ادعا شده است: "به دلیل آنکه در نظام مالی اسلامی بازار پول از اساس وجود ندارد، لذا هزینه فرصت سرمایه نیز اساساً وجود نخواهد داشت" (توتونچیان، ۱۳۷۹، ص ۵۰۳). معنی این حرف آن است که هزینه فرصت سرمایه برای کارفرمایان در اقتصاد اسلامی صفر است.

به نظر می‌رسد این دیدگاه ناصحیح می‌باشد. چرا که تفاوت بازار پول و سرمایه تفاوت ماهوی نیست. بلکه تفاوت در ابزارها، افق زمانی و میزان ریسک موجود در این دو بازار است. در بازار پول ابزارهای کوتاه‌مدت (زیر یک سال) با ریسک کم مورد معامله قرار می‌گیرد و در بازار سرمایه ابزارهای میان‌مدت و بلند

مدت و با ریسک بالاتر. این مطلب به خوبی در منابع اقتصاد و مدیریت مالی که به تعریف بازار پول و سرمایه پرداخته‌اند، مورد تاکید قرار گرفته است^۷ (ساندرز و کورنت^۸، ۲۰۱۲، ج ۱، ص ۳۹۰). به عبارت دیگر، بازار پول، بازار تامین مالی کوتاه مدت با ریسک پائین و بازار سرمایه بازار تامین مالی بلند مدت با ریسک بالاتر است^۹. به عبارت دیگر در بازار پول اوراق بهادار با سررسید کمتر از یک سال مورد خرید و فروش واقع شده و در بازار سرمایه اوراق بهادار با سررسید بالاتر از یک سال (میشکین^{۱۰}، ۲۰۱۳، ص ۵۱۲).

از طرفی با توجه به اینکه در نظام مالی اسلام، هم عقود مبادله‌ای کوتاه‌مدت با ریسک کم و نرخ سود قطعی (مانند: بیع دین، مرابحه، جعاله و اجاره) وجود دارند و هم عقود مشارکتی که معمولاً بلندمدت، دارای ریسک و نرخ سود غیرمشخص هستند (مانند: مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی و مضاربه)، می‌توان مدعی بود که هم بازار پول اسلامی و هم بازار سرمایه اسلامی قابل شکل‌گیری است. همچنین، در نظام اقتصادی اسلام، اصل "للاجل قسط من الثمن" مورد پذیرش مشهور فقها قرار دارد و این منطبق تفاوت ارزش منبع حاضر با منبع آینده را توجیه می‌کند.

البته مسلم است که بازار پول اسلامی (مشابه بازار سرمایه اسلامی) در ارتباط با بخش واقعی اقتصاد قرار داشته و مبنای مشروعیت نیز، استفاده از قراردادهای حقوقی منطبق با شرع است و این تفاوت اصلی آن با بازارهای پولی متعارف را شکل می‌دهد. از این رو، دقیقاً به همان دلیل که بازار سرمایه متعارف قابل اصلاح در چارچوب اسلامی می‌باشد، بازار پول نیز با برخی اصلاحات، می‌تواند واجد

7 . "The money market deals in the lending and borrowing of short-term finance (i.e., for one year or less), while the capital market deals in the lending and borrowing of long-term finance (i.e., for more than one year)" (Saunders and Cornett, 201۲, p. 417).

8 . Saunders and Cornett

۹ . البته تفاوت‌های جزئی دیگری نیز بین این بازارها وجود دارد.

10 . Mishkin

صفت اسلامی بودن گردد^{۱۱}.

سوال دیگری که در اینجا مطرح می‌شود آن است که: "آیا تعیین نرخ در بازار پول اسلامی بر اساس عرضه و تقاضا، مورد تأیید شرعی می‌باشد؟". در پاسخ به این سوال نیز بررسی متون دینی نشان می‌دهد که در چارچوب اسلامی، اصل اولیه بر آن است که تعیین قیمت‌ها باید در تمامی بازارها (از جمله بازار پول) بر اساس عرضه و تقاضای بازار و به صورت غیردستوری تعیین شود. در این رابطه می‌توان به آیات و روایات گوناگونی استناد نمود که در ادامه صرفاً به بیان دو روایت از منابع شیعه و یک روایت از منابع اهل سنت اکتفا می‌شود.

* شیخ صدوق در کتاب "من لایحضره الفقیه" و نیز در کتاب "توحید" نقل می‌کند که: "به رسول خدا (ص) عرض شد: کاش برای ما نرخ کالاها را تعیین می‌کردید؛ زیرا نرخ‌ها در نوسان است و بالا و پایین می‌رود. حضرت فرمودند: من کسی نیستم که خدا را با بدعتی که درباره آن سخنی با من نفرموده است، ملاقات کنم. پس بندگان خدا را به حال خود واگذارید تا از یکدیگر استفاده کنند"^{۱۲} (صدوق، ۱۴۱۳ق، ج ۲، ص ۴۱۵).

* ابو حمزه ثمالی نقل می‌کند که: "نزد امام سجاد (ع) سخنی از گرانی قیمت‌ها به میان آمد. حضرت فرمودند: از گرانی آن تکلیفی متوجه من نیست. اگر گران شود، با خداست و اگر ارزان شود نیز با اوست" (عاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۷، ص ۴۳۱). به نظر می‌رسد طرح مسأله گرانی قیمت‌ها نزد امام (ع)، با این هدف انجام شده است که از سوی ایشان قیمت خاصی بر کالاها وضع شود. حضرت این مسؤولیت

۱۱. واضح است که در بازار پول اسلامی، هیچ دلیلی برای اینکه سرمایه‌گذاران دریافت‌کننده تسهیلات از شبکه بانکی هزینه فرصت سرمایه را صفر در نظر بگیرند وجود ندارد. بلکه هزینه فرصت سرمایه معادل نرخ سود قابل دریافت در بازار اوراق مرابحه و اجاره و خرید دین‌های زیر یک سال و هزینه تحقق یافته بنگاه معادل نرخ سود درخواستی بانک بر اساس عقود اسلامی است. از این رو، مثلاً اگر سرمایه‌گذاری تسهیلات مرابحه با نرخ بیست درصد دریافت کنند، هزینه سرمایه برای وی دقیقاً بیست درصد خواهد بود.

۱۲. "قیل للثبی (ص): لو اسعرت لنا سعراً؛ فان الاسعار تزید و تنقص. فقال: ما کنت لالقی الله عزوجل ببدعه لم یحدث لی فیها شیئاً. فدعوا عباد الله یأکل بعضهم من بعض".

را از خود سلب کرده و تدبیر قیمت‌ها را به خداوند نسبت می‌دهد. بنابراین، در شرایط عادی دلیلی برای قیمت‌گذاری وجود نداشته و باید قیمت‌ها به صورت طبیعی در بازار تعیین شود.

* در متون روایی معتبر اهل سنت (به عنوان مثال در سنن ابی داوود و سنن ابن ماجه که از صحاح سته می‌باشند) از انس بن مالک نقل شده است که: "در زمان رسول خدا (ص) گرانی پدید آمد. مردم حضور پیامبر (ص) رسیدند و عرض کردند: ای رسول خدا (ص)، نرخ‌ها بالا رفته است؛ برای ما نرخ‌ها را تعیین کن. رسول خدا (ص) فرمودند: فقط خداوند متعال تعیین کننده قیمت‌هاست. گشایش و تنگی روزی در دست توانای اوست و من امیدوارم خداوند را در حالی ملاقات کنم که به هیچیک از شما ظلمی نکرده باشم"^{۱۳} (الهندی، ۱۳۹۷ق، ج ۴، ص ۱۸۴). این روایت نیز مطلق بوده و شامل تمام حالات بازار می‌شود. در واقع پیامبر (ص) به صورت مطلق قیمت‌گذاری را از مصادیق ظلم قلمداد می‌نمایند.

آنچه از مجموع این روایات (که در منابع شیعه و اهل سنت به کرات و با بیان‌های مختلف تکرار گردیده‌اند) می‌توان استخراج نمود آن است که در شرایط عادی بازار، تعیین قیمت فقط بدست صاحب کالا می‌باشد و کسی نمی‌تواند به صورت دستوری یا تکلیفی برای مسلمین قیمت‌گذاری کند. بنابراین در شرایط عادی در بازار پول باید عرضه و تقاضای منابع (که بر اساس عقود اسلامی انجام می‌شود) تعیین کننده نرخ سود کوتاه‌مدت باشد و این نرخ دقیقاً کارکرد اقتصادی نرخ بهره کوتاه‌مدت در بازار پول متعارف را بر عهده خواهد داشت. البته در شرایط استثنائی (مانند تبانی و یا احتکار)، بانک مرکزی (به عنوان نماینده حاکمیت اسلامی)، می‌تواند به صورت موقت و محدود به تعیین قیمت اقدام ورزد.

۱۳ . "غلا السعر فی المدینه علی عهد رسول الله (ص)، فقال الناس: یا رسول الله، غلا السعر، فسعر لنا. فقال رسول الله (ص): إن الله هو المستعر، القابض، الباسط، الرازق و إنی لأرجو أن ألقى الله تعالی و لیس أحد منکم یطلبنی بمظلمه فی دم و لا مال".

۴- نقد ابزارهای متعارف سیاست‌گذاری پولی از منظر فقهی: با تأکید بر عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند

در الگوی متعارف سیاست‌گذاری پولی، عملیات بازار باز در کریدور بهره تسهیلات قاعده‌مند اجرایی می‌گردد. تسهیلات قاعده‌مند در واقع امکانات قرض‌دهی و قرض‌گیری بانک مرکزی بوده و به گونه‌ای تعیین می‌شود که "کریدور نرخ بهره"^{۱۴} شکل گیرد. در این کریدور، کف نرخ میزان بهره‌ای است که بانک مرکزی به منابع سپرده‌گذاری شده بانک‌ها نزد خود پرداخت می‌کند و سقف آن نیز، نرخ بهره‌ای است که بانک مرکزی بابت عرضه تسهیلات به بانک‌های متقاضی، درخواست می‌نماید (وایتسل^{۱۵}، ۲۰۰۶، ص. ۲۴).

نکته مهم آن است که کریدور نرخ بهره، ساختاری مناسب جهت انجام عملیات بازار باز در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد. به این صورت که، در ابتدا بانک مرکزی با مراجعه به بازار بین‌بانکی، نرخ بهره حقیقی بازار پول (که در اصطلاح، نرخ بهره بازاری^{۱۶} نامیده می‌شود) را شناسایی می‌کند. از طرفی، با توجه به اینکه نرخ بهره بازاری، بین نرخ بهره کف و سقف کریدور قرار دارد و نرخ بهره هدف بانک مرکزی^{۱۷} نیز با توجه به اهداف نهایی (مانند کنترل نرخ تورم) مشخص گردیده است، بانک مرکزی می‌تواند با ورود در بازار بین‌بانکی و متأثر کردن عرضه و تقاضای ذخایر در این بازار، نرخ بازاری را به نرخ هدف خود نزدیک کند (ببندسیل و جابلکی^{۱۸}، ۲۰۱۱، ص. ۳۴).

در وضعیتی که نرخ بهره بازار بیشتر از نرخ بهره هدف است، بانک مرکزی در

14 . Interest Rate Corridor

15 . Whitesell

16 . Market Interest Rate

17 . Target Rate

18 . Bindseil and Jablecki

بازار بین‌بانکی اوراق بهادار می‌خرد. با این کار، عرضه ذخایر، افزایش و نرخ بهره، کاهش می‌یابد. در مقابل، اگر نرخ بهره کمتر از نرخ هدف باشد، بانک مرکزی با فروش اوراق بهادار در بازار بین‌بانکی، ذخایر موجود در بازار بین‌بانکی را جمع‌آوری می‌کند و نرخ بهره کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد (چاپمن و دیگران^{۱۹}، ۲۰۱۰، ص. ۲۴).

حال این پرسش مطرح می‌شود که آیا بانک مرکزی کشور ایران می‌تواند از الگوی متعارف سیاست‌گذاری پولی با تشکیل کریدور نرخ بهره تسهیلات قاعده‌مند استفاده کند؟ با توجه به اینکه در الگوی متعارف، بانک مرکزی همه شیوه‌های سپرده‌پذیری ذخایر مازاد بانک‌ها و عرضه تسهیلات به بانک‌ها را در قالب حقوقی قرض همراه با شرط زیاده انجام می‌دهد و همچنین عملیات بازار باز نیز با خرید و فروش اوراق قرضه سامان می‌یابد، قابلیت استفاده در چارچوب فقه امامیه و قانون عملیات بانکی بدون ربا را ندارد (نظرپور و موسویان، ۱۳۹۳، ص. ۲۴۷). به عبارت دیگر، هرچند اصل تشکیل کریدور بر اساس نرخ ذخایر در بازار پول با هدف سیاست‌گذاری پولی اشکال شرعی ندارد، ابزارها و شیوه‌های عملیاتی آن با فقه اسلامی سازگار نیست و طراحی الگوهای جایگزین اسلامی ضروری است.

۵- طراحی ابزارهای اسلامی جهت ایجاد تسهیلات قاعده‌مند

بانک مرکزی کشور می‌تواند با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی، شیوه‌هایی را جهت عرضه تسهیلات قاعده‌مند به بانک‌ها طراحی کند. نکته مهم آن است که

تسهیلات قاعده‌مند، عملیاتی در بازار پولی کوتاه‌مدت است و به‌طور عمده، در سررسیدهای شبانه، سه‌روزه، هفتگی، ماهانه و به‌ندرت سالانه به‌وقوع می‌پیوندد. همچنین، لازم است این تسهیلات، حداقل ریسک و نرخ سود قطعی و از پیش تعیین‌شده را داشته باشد.

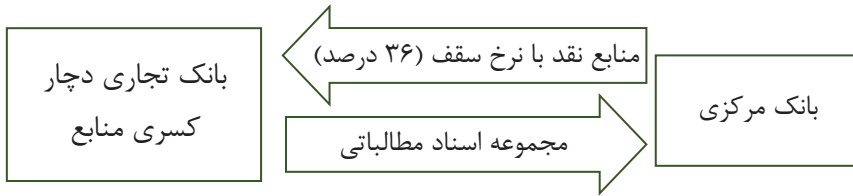
با توجه به این توضیحات، ابزارهای مبتنی بر عقود مشارکتی (مانند مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات) از مجموعه ابزارسازی خارج می‌شوند؛ زیرا در این عقود، تعیین دقیق نرخ سود معاملات از ابتدا امکان ندارد. علاوه بر این، عقود یادشده، به‌طور ذاتی، ریسک‌هایی دارند که مدیریت آن‌ها یا امکان‌پذیر نیست یا مستلزم استفاده از شیوه‌هایی است که به‌صوری شدن استفاده از این عقود می‌انجامد. در نهایت، عقود مشارکتی معمولاً در سررسیدهای کوتاه‌مدت (مثلاً شبانه یا سه‌روزه) قابل استفاده نیست؛ زیرا در این عقود لازم است منابع، در پروژه‌ای مشارکتی وارد شود، پروژه، انجام و سود دو طرف، محاسبه و تقسیم گردد. انجام‌دادن چنین پروژه‌هایی در سررسیده‌های کوتاه‌مدت شدنی نیست. بنابراین، مناسب است جهت ابزارسازی برای تسهیلات قاعده‌مند از عقود مبادله‌ای استفاده شود.

۵-۱- ابزارهای تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها (سقف کریدور)

با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای می‌توان ابزارهایی جهت عرضه تسهیلات توسط بانک مرکزی به بانک‌ها طراحی نمود. این کار می‌تواند به شیوه‌های مختلفی انجام شود که یکی از آن‌ها تنزیل اسناد تجاری بانک‌ها (بیع دین) می‌باشد.

در این شیوه در وضعیتی که بانک مرکزی قصد عرضه تسهیلات به بانک‌های تجاری را داشته باشد از آنها تقاضا می‌کند اسناد مطالباتی خود را، که از مشتریان

یا سایر بانک‌ها دریافت کرده‌اند، به صورت یک مجموعه درآوردند و آن را نزد بانک مرکزی، با نرخی که این بانک تعیین می‌کند (نرخ سقف)، تنزیل کنند. عقد بیع دین که مورد تأیید مشهور فقهای شیعه و شورای نگهبان است، می‌تواند به صورت بسیار کوتاه‌مدت استفاده شود. (به شکل ۱ نگاه کنید).



شکل ۱. تسهیلات بانک مرکزی به بانک‌ها بر اساس بیع دین

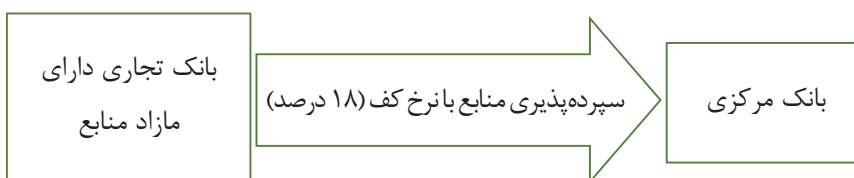
برای مثال، بانکی تجاری به‌طور موقت با کسری منابع مواجه است و در اتاق پایاپای توانایی نقد کردن چک‌های خود را ندارد و قصد اضافه برداشت را از منابع بانک مرکزی (به میزان ۹۷۰ میلیارد ریال برای یک ماه) دارد؛ در این وضعیت، بانک مرکزی اعلام می‌کند که این تسهیلات فقط با نرخ سالانه ۳۶ درصد (ماهانه ۳ درصد) و در برابر دریافت اسناد مطالباتی بانک، پرداخت‌شدنی است.

در ادامه، بانک تجاری مجموعه‌ای ۱۰۰۰ میلیارد ریالی را از اسناد مطالباتی (شامل چک، سفته و غیره) که از مشتریان خود یا سایر بانک‌ها در اختیار دارد، به صورت یک مجموعه درمی‌آورد و بر اساس عقد بیع دین با نرخ ماهانه ۳ درصد، به بانک مرکزی می‌فروشد و به‌مدت یک هفته به ۹۷۰ میلیارد ریال منابع نقد دست می‌یابد. در سررسید (پایان ماه)، بانک تجاری مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد و اسناد تجاری خود را دریافت می‌کند (اسناد تجاری را تنزیل مجدد می‌نماید).

۵-۲- ابزارهای سپرده‌گذاری بانک‌ها نزد بانک مرکزی (کف کریدور)

با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای، می‌توان ابزارهایی جهت سپرده‌پذیری منابع مازاد بانک‌ها نزد بانک مرکزی معرفی کرد. یکی از این ابزارها "تشکیل استخر دارایی‌های سودده بانک مرکزی و سپرده‌پذیری بر اساس وکالت خاص" می‌باشد.

در این شیوه، ابتدا بانک مرکزی استخری از فعالیت‌های سودده خود تشکیل می‌دهد و نرخ سود این استخر را مشخص می‌کند. برخی از فعالیت‌های سودده بانک مرکزی شامل این موارد است: ضرب سکه، تولید کاغذ امنیتی و اسناد بهادار، کارمزد تبدیل دلار دولت به ریال و فروش دلار به بانک‌ها، عرضه خدمات خاص به بانک‌ها و دریافت کارمزد، سرویس چاپخانه بانک مرکزی و سپرده‌گذاری در بانک‌های داخلی و خارجی. در ادامه، بانک مرکزی با توجه به حجم استخر منابعی که دارد به سپرده‌پذیری منابع مازاد بانک‌ها اقدام می‌کند و با توجه به بازده استخر منابع، به آنها سود می‌پردازد (به شکل ۲ نگاه کنید).



شکل ۲. تشکیل استخر دارایی‌های سودده بانک مرکزی و سپرده‌پذیری بر اساس وکالت خاص

برای مثال، فرض می‌شود بانکی تجاری به‌طور موقت (در اردیبهشت) دارای مازاد منابع (به‌میزان ۱۰۰۰ میلیارد ریال) شده و به‌هر دلیل (مثلاً وجود ریسک)، قصد ندارد این منابع را در بازار بین‌بانکی با نرخ ۲۸ درصد در اختیار سایر

بانک‌های نیازمند به منابع قرار دهد، بلکه می‌خواهد منابع خود را با ریسک کمتر به مدت یک ماه نزد بانک مرکزی سپرده‌گذاری کند و از نرخ سود کف کرایدور (مثلاً ۱۸ درصد سالانه) برخوردار شود. واضح است هرچند بازار بین‌بانکی بازاری کوتاه‌مدت با حداقل ریسک است، ریسک بانک مرکزی از تمام بانک‌ها کمتر است و این ریسک کم انگیزه سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی است. در ادامه، بانک مرکزی (به‌وکالت از طرف بانک تجاری) منابع سپرده‌گذاری شده را در فعالیت‌های سودده خود استفاده می‌کند و اصل و سود حاصل را در سررسید (پایان ماه) به بانک تجاری بازمی‌گرداند.

۶- طراحی ابزارهای اسلامی جهت عملیات بازار باز

عملیات بازار باز (که اساساً عملیاتی کوتاه‌مدت در بازار پول است) در کشورهای گوناگون با استفاده از اوراق بهادار با کیفیت دولتی انجام می‌شود. در این شیوه دولت (جهت تأمین مالی نیازهای خود) در بازار اولیه اوراق بهادار منتشر کرده و بانک مرکزی با ورود در بازار ثانویه اوراق بهادار دولت، سیاست‌های انبساطی و انقباضی مورد نظر خود را اعمال می‌کند.

با توجه به اینکه در بازارهای پولی و مالی متعارف، اوراق دولتی به‌طور عمده به نام اوراق قرضه و در قالب حقوقی قرض همراه با بهره سامان می‌یابد، در چارچوب اسلامی و نظام بانکی ایران قابل استفاده نیست، اما با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای، می‌توان ابزارهای جدیدی جهت عملیات بازار باز طراحی و اجرا کرد. در ادامه به دو مورد از این ابزارها اشاره می‌شود.

۶-۱- اسناد خزانه اسلامی (صکوک بیع دین دولت)

"اسناد خزانه دولت" اصلی‌ترین اوراقی است که بانک‌های مرکزی جهت عملیات بازار باز استفاده می‌کنند؛ به‌گونه‌ای که در حال حاضر، بخش مهمی از اقلام دارایی موجود در ترازنامه بانک‌های مرکزی، اسناد خزانه دولت (در کنار سایر اوراق بهادار کم‌ریسک) است. این اوراق را معمولاً دولت در قطع بالا، بدون ریسک، به‌صورت تنزیلی (اوراق با کوپن صفر) و در بازار بین‌بانکی (بازار پول) عرضه می‌کند و بانک مرکزی، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، مشتری اصلی این دسته از اوراق هستند (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۹۱، ص. ۳۶).

ساختار متعارف اسناد خزانه مبتنی بر دیون واقعی نیست و قرض همراه با زیاده به حساب می‌آید که به‌نظر تمام فقهای امامیه و عامه مشمول حکم حرمت می‌شود. فروش اولیه اوراق توسط دولت به بانک مرکزی (به‌صورت تنزیلی) مشمول حکم حرمت ریاست و به‌دلیل وجود مانع در بازار اولیه، بازار ثانویه اوراق نیز امکان شکل‌گیری ندارد.

با استفاده از ظرفیت عقد بیع دین در فقه امامیه، می‌توان صکوکی طراحی کرد که با چالش شرعی مواجه نباشد و تقریباً تمام کارکردهای اقتصادی اسناد خزانه متعارف را داشته باشد. این ابزار را می‌توان "اسناد خزانه اسلامی" نامید. بر اساس تعریف، اسناد خزانه اسلامی ابزاری مالی است که مبتنی بر بدهی بخش دولتی به نظام بانکی و همچنین سایر ذی‌نفعان و تأمین‌کنندگان است و خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی آن را منتشر می‌کند. این اوراق بدون کوپن، به‌صورت تنزیلی و بر اساس عقد بیع دین قابل انتشار است (موسویان، نظریور، و خزائی، ۱۳۸۹، ص. ۱۵). در ادامه، برخی از ابعاد آن (با تأکید بر شیوه کاربرد جهت عملیات بازار باز) بحث می‌شود.

شیوه کاربرد این اوراق جهت عملیات بازار باز بدین صورت است که ابتدا دولت

در بازار اولیه، اسناد خزانه اسلامی منتشر می‌کند و اجازه تنزیل آنها را پیش از سررسید می‌دهد. اشخاص حقیقی یا حقوقی که از دولت طلب دارند و در ازای آن اسناد خزانه اسلامی تحویل گرفته‌اند، نسبت به تنزیل این اوراق در بازار ثانویه و دستیابی به منابع نقد اقدام می‌کنند. در این وضعیت، بانک مرکزی نیز می‌تواند با ورود به بازار ثانویه این اوراق و انجام خرید و فروش، سیاست‌های انقباضی و انبساطی مورد نظر خود را اعمال کند.

از دیدگاه معیارهای فقهی، اسناد خزانه اسلامی بر اساس عقد بیع دین طراحی شده است که مورد تأیید مشهور فقهای امامیه و شورای نگهبان است. این اوراق تمام ویژگی‌های اقتصادی لازم را برای اوراق مبنای عملیات بازار باز تأمین می‌کند. مهم‌ترین ویژگی این ابزار ریسک حداقلی آن است، زیرا اسناد خزانه جزء دیون ممتاز دولتی شناخته می‌شود؛ به این معنا که در زمان سررسید این اوراق، دولت موظف است ابتدا آنها را تسویه کند و پس از آن، سایر دیون خود را بپردازد.

نرخ سود این اسناد به صورت کاملاً مشخص در بازار ثانویه کشف می‌گردد و این با ماهیت ابزارهای عملیات بازار باز سازگار است. علاوه بر این، دارندگان این اوراق (مانند دارندگان اوراق قرضه و اسناد خزانه متعارف) هیچ‌گونه دخالتی در مدیریت فعالیت‌های اقتصادی دولت ندارند و فقط در سررسید مشخص با مراجعه به بانک‌های عامل، مبلغ اسمی درج‌شده روی اوراق را دریافت می‌کنند.

نکته مهم دیگر نقدشوندگی زیاد این اوراق است. هنگامی که دولت در بازار بین‌بانکی، اسناد خزانه اسلامی را عرضه می‌کند، عرضه و تقاضای بازار شکل می‌گیرد و انجام مبادلات در این بازار، نقدشوندگی این اوراق را تضمین می‌کند. در نهایت، این اوراق کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال) است و می‌تواند با سررسیدهای گوناگون (با نرخ‌های تنزیل متفاوت) منتشر شود و این به استخراج منحنی بازده بازار پول کمک شایانی می‌کند. می‌توان انواعی از صکوک بیع دین را با سررسیدها و نرخ‌های مختلف طراحی کرد.

۶-۲- صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک دولت

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد اجاره منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود. این اوراق انتفاعی و قابل معامله در بازار ثانویه است. شیوه کاربرد صکوک اجاره جهت عملیات بازار باز مشابه صکوک مرابحه است؛ بدین صورت که دولت (شامل وزارتخانه‌ها، شرکت‌های دولتی و غیره) جهت تأمین نیازهای خود به کالاها و خدمات، شرکت واسطی را انتخاب کرده و نیازهای خود را به اجاره کالاها به این شرکت اعلام می‌کند.

واسط پس از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهاداری را به نام "صکوک اجاره" یا "صکوک اجاره به شرط تملیک" منتشر می‌کند و با واگذاری آنها به مردم، منابع لازم را جمع‌آوری می‌نماید. سپس، با استفاده از آن منابع و به‌وکالت از طرف خریداران اوراق، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام را می‌خرد و بر اساس قرارداد اجاره، به دولت واگذار می‌نماید. اجاره‌بهای آنها را در سررسیدهای مقرر از دولت دریافت می‌کند و پس از کسر حق‌الزحمه، مابقی را به‌عنوان سود در اختیار صاحبان اوراق قرار می‌دهد. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مرابحه استفاده کنند یا پیش از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانویه (بازار بین‌بانکی) بفروشند. بانک مرکزی (بازیگر اصلی در بازار پول) نیز در بازار این اوراق وارد می‌شود و با خرید و فروش صکوک اجاره، سیاست‌های پولی مورد نظر خود را اعمال می‌کند.

صکوک اجاره دولت نیز می‌تواند با نرخ سود مشخص و از پیش تعیین‌شده، با حداقل ریسک (یا با ریسک‌هایی که به‌راحتی مدیریت می‌شود)، با قابلیت تشکیل بازار ثانویه و نقدشوندگی مناسب، با سررسیدهای کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال) و با قابلیت وثیقه‌گذاری در بازار بین‌بانکی منتشر شود. بنابراین، توانایی تأمین ویژگی ابزارهای مناسب جهت عملیات بازار باز را دارد.

۷- جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

این تحقیق تلاش نمود تا مسئله امکان‌سنجی تشکیل بازار پول اسلامی در نظام مالی کشور را مورد بحث قرار داده و ابزارهای اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی (با تاکید بر عملیات بازار باز و تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی) ارائه دهد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که:

الف- تفاوت بازار پول و سرمایه ماهوی نبوده و تفاوت در ابزارها، افق زمانی و میزان ریسک موجود در این دو بازار است. در بازار پول ابزارهای کوتاه‌مدت (زیر یک سال) با ریسک کم مورد معامله قرار می‌گیرد و در بازار سرمایه ابزارهای میان‌مدت و بلند مدت و با ریسک بالاتر. از طرفی با توجه به اینکه در نظام مالی اسلام، هم عقود مبادله‌ای کوتاه‌مدت با ریسک کم و نرخ سود قطعی وجود دارند و هم عقود مشارکتی که معمولاً بلندمدت، دارای ریسک و نرخ سود غیرمشخص هستند، می‌توان مدعی بود که هم بازار پول اسلامی و هم بازار سرمایه اسلامی قابل شکل‌گیری است.

ب- بانک مرکزی می‌تواند با ورود در بازار پول اسلامی به اعمال سیاست‌های پولی مورد نظر خود بپردازد. جهت تسهیل این امر نیاز است تا تعداد کافی از اوراق بهادار اسلامی با سررسیدها و نرخ‌های سود متنوع در بازار پول موجود باشد (بازار از عمق کافی برخوردار باشد).

ج- می‌توان با استفاده از ظرفیت عقود مبادله‌ای انواع مختلف از شیوه‌ها و ابزارهای اسلامی را جهت ارائه تسهیلات قاعده‌مند و انجام عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی پیشنهاد نمود که در این تحقیق به برخی از مهمترین آن‌ها اشاره شد.

د- تشکیل کریدور نرخ سود در بازار پول اسلامی در نظام بانکی کشور و

عملیات بازار باز بانک مرکزی در داخل کریدور، می‌تواند به کشف نرخ منابع در بازار پول و استفاده از آن جهت سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی و علامت‌دهی به سایر بازارهای مالی، نقش مهمی داشته باشد.

با توجه به تحلیل‌های این پژوهش و ارزیابی اجمالی وضعیت موجود نظام بانکی کشور، توصیه‌های سیاستی ذیل خطاب به بانک مرکزی کشور بیان می‌شود:

- در حال حاضر، درپچه‌های اعتباری بانک مرکزی (شامل اضافه برداشت) کارکرد سیاست‌گذاری ندارد و از دیدگاه شرعی نیز سوال برانگیز است. پیشنهاد می‌شود تسهیلات بانک مرکزی فقط بر اساس عقود اسلامی با نرخ‌های مشخص و از پیش تعیین‌شده عرضه گردد.

- یکی از مهم‌ترین مباحث در موفقیت کریدور نرخ سود این است که بخش‌های کارشناسی بانک مرکزی نرخ‌های کف و سقف کریدور را به‌درستی تعیین کنند. بر این اساس، لازم است این نرخ‌ها ثابت نباشد و با توجه به وضعیت اقتصادی، به‌صورت سیاستی، تعیین گردد.

- تعیین نرخ‌ها باید به‌صورتی باشد که انگیزه بانک‌ها در سپرده‌گذاری نزد بانک مرکزی و تسهیلات‌گیری از این بانک را به‌صورت مناسبی متأثر کند و امکان تشکیل کریدور نرخ سود در بازار بین‌بانکی را فراهم نماید.

- لازم است بانک مرکزی با اتخاذ تدابیر لازم، اوضاع را به‌گونه‌ای مدیریت کند که عقود اسلامی (مانند بیع نقد، اجاره و غیره) به‌صورت واقعی و غیرصوری بین بانک‌ها و بانک مرکزی منعقد شود. انتقال اسناد دارایی‌ها، به اجرای واقعی عقود کمک می‌کند.

- با توجه به جدیدبودن ایده‌های این پژوهش، ممکن است اجرای آنها با مشکلاتی همراه باشد. پیشنهاد می‌شود این شیوه‌ها ابتدا در حجم‌های محدود

استفاده گردد و با آزمون و خطا، به تدریج توسعه یابد.

- در حال حاضر، بازار بین بانکی کشور عمق کافی ندارد و در آن فقط از تعداد محدودی ابزار خاص (مانند سپرده پذیری و به ندرت بیع دین) استفاده می شود. در این وضعیت، امکان ورود بانک مرکزی به این بازار، جهت عملیات بازار باز، فراهم نیست؛ زیرا این بازار کشش ورود بازیگر مهمی به نام بانک مرکزی را ندارد. جهت حل این مشکل، پیشنهاد می شود دولت (با هماهنگی بانک مرکزی) جهت تأمین مالی نیازهای خود انواع صکوک را منتشر کند و این اوراق را در بازار بین بانکی بفروشد. این کار به تقویت عمق بازار و شکل گیری بازار ساختاریافته دیون با کیفیت دولتی کمک می کند و زمینه ورود بانک مرکزی در میان مدت را فراهم می نماید.

- پیشنهاد می شود بانک مرکزی در کوتاه مدت به جای اوراق مشارکت، از صکوک بیع دین و صکوک اجاره استفاده کند. مزیت این دو نوع اوراق آن است که برخلاف اوراق مشارکت، نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده ای دارد و نیازی به استفاده از منابع حاصل از آنها در پروژه های خاص اقتصادی نیست. علاوه بر این، چالش های فقهی اوراق مشارکت بانک مرکزی در این ابزارها مطرح نیست.

- اگر به هر دلیل، امکان کنار گذاشتن اوراق مشارکت بانک مرکزی و استفاده از ابزار جایگزین صکوک فراهم نیست، پیشنهاد می شود بانک مرکزی - در کنار اوراق مشارکت و به صورت مکمل و هم زمان - صکوک منتشر کند. این کار به تدریج زمینه جایگزین شدن انواع صکوک به جای اوراق مشارکت را فراهم می کند.

منابع

۱. امام خمینی، سید روح الله، ۱۳۶۳، "تحریر الوسیله"، نجف: چاپ آداب.
۲. توتونچیان، ایرج، ۱۳۷۹، "پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری"، تهران: انتشارات توانگران.
۳. حاجیان، محمدرضا، ۱۳۹۲، "بازار بین بانکی ریالی"، چاپ دوم، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، چاپ دوم.
۴. حسینی دولت آبادی، سید مهدی، ندری، کامران، ۱۳۹۱، "آثار بخشی سیاست پولی در چارچوب نظام بانکداری بدون ربا"، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۱۷.
۵. شعبانی، احمد، قلیچ، وهاب، ۱۳۹۰، "قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی"، نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۳.
۶. صالح آبادی، علی، ۱۳۸۴، "بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه"، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۵.
۷. الصدوق، محمد بن علی بن بابویه، ۱۴۱۳ق، "من لا یحضره الفقیه"، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۸. عاملی، شیخ حرّ، ۱۴۰۹ق، "وسائل الشیعه"، قم: مؤسسه آل‌البیت.
۹. عباسی مقدم، ابوالفضل، ۱۳۸۸، "امکان‌سنجی استفاده از اوراق غیرقرضه‌ای به عنوان ابزار عملیات بازار باز در سیاست پولی"، پایان‌نامه دوره کارشناسی‌ارشد رشته معارف اسلامی و اقتصاد، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
۱۰. عربی، سید هادی و معارفی، محسن، ۱۳۸۹، "بررسی مسئله گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی: تحلیل فقهی-اقتصادی"، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۳.
۱۱. قضاوی، حسین و بازمحمدی، حسین، ۱۳۹۱، "عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا: مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی"، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۱۲. کیائی، حسن، ۱۳۸۶، "سیاست‌گذاری پولی در بانکداری اسلامی"، پایان‌نامه

- کارشناسی ارشد اقتصاد، به راهنمایی دکتر کامران ندری، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
۱۳. موسویان، سید عباس، ۱۳۹۱، "بازار سرمایه اسلامی"، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۴. موسویان، سید عباس، نظریور، محمد نقی و ایوب، خزائی، ۱۳۸۹، "امکان‌سنجی فقهی طراح‌ی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی"، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰.
۱۵. موسویان، سیدعباس و الهی، مهدی، ۱۳۸۹، "امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی"، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۸.
۱۶. مومنی، فرشاد و حری، حمیدرضا، ۱۳۸۸، "بانکداری مرکزی در نظام بانکداری اسلامی بدون ربا: شناسایی و ارزیابی ابزارهای پولی کارآمد"، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۶.
۱۷. میسمی، حسین، ۱۳۹۳، "تحلیل فقهی-حقوقی مساله اتحاد مالکیت و تاثیر آن در طراحی ابزارهای سیاست پولی توسط بانک مرکزی"، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۴۲.
۱۸. نظریور، محمد نقی و موسویان، سیدعباس، ۱۳۹۳، "بانکداری بدون ربا: از نظریه تا تجربه"، قم: انتشارات دانشگاه مفید.
۱۹. نظریور، محمدنقی و حقیقی، میثم، ۱۳۹۲، "نقش بانک مرکزی در اعمال سیاست پولی به وسیله بازار بین بانکی"، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۹.
۲۰. نظریور، محمدنقی، ۱۳۸۵، "عملیات باز باز از طریق اوراق استصناع"، نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۲.
۲۱. نظریور، محمدنقی، ۱۳۹۲، "عقد و اوراق استصناع: کاربردهای استصناع در بازارهای مالی اسلامی"، تهران: سمت.
۲۲. نودهی، محسن، ۱۳۸۷، "بررسی امکان طراحی اوراق مناسب عملیات شبه بازار باز"، نشریه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۰.
۲۳. الهندی، علی بن حسام‌الدین، ۱۳۹۷ق، "کنز العمال"، بیروت: مکتبه التراث الاسلامی.

24. Arsalan, T., (2004), "Managing Financial Risks of Sukuk Structures", A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Masters of Sciences Loughborough University, UK: Loughborough University.
25. Bindseil, U. and Jablecki, J. (2011), "The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management", ECB Working Paper, No. 1350.
26. Chapman, J., J. Chiu, and Molico, M. (2010), "Central bank haircut policy", Bank of Canada Working Paper, N. 23.
27. Clews, R., Salmon, C. and Weeken, O. (2010), "The Bank's money market framework", Bank of England Quarterly Bulletin, V. 4.
28. Mishkin, Frederic, (2013), "the Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 10th Edition, Princeton: Prentice Hall.
29. Saunders, A. and Cornett, Marcia, (2012), "Financial Markets and Institutions", 5th edition, Princeton: Business and Economics.
30. Tahir, S., (2013), "Fiscal and Monetary Policies in Islamic Economics: Contours of an Institutional Framework", Islamic economic studies, V. 21, N. 2.
31. Usmani, Muhammad Taqi. (1998), "An introduction to Islamic finance", First Edition, Islamabad: Idaratul Ma'arif.
32. Whitesell, W. (2006), "Interest Rate Corridors and Reserves", Journal of Monetary Economics, Vol. 53.

بررسی حساب‌های سرمایه‌گذاری محدودشده و محدود نشده در بانکداری و حسابداری اسلامی

ساسان مهرانی^۱

علیرضا رام روز^۲

چکیده

بین عقد مورد استفاده در به‌کارگیری سپرده‌های مدت‌دار در نظام بانکداری اسلامی ایران و بانکداری اسلامی سایر کشورها تفاوت چشمگیری وجود دارد. سپرده‌گذاری در بانک‌های ایران با وکیل قراردادن بانک برای استفاده از سپرده‌ها صورت می‌گیرد، در حالی که در بانک‌های اسلامی بین‌المللی استفاده از عقد مضاربه رایج است. این تفاوت، اختلاف چشمگیری در افشای حساب‌های سپرده‌گذاری در صورت‌های مالی بانک‌های ایران و بانک‌های اسلامی سایر کشورها در پی داشته است. در عرصه بین‌المللی حساب‌های سپرده، حساب‌های سرمایه‌گذاری نامیده می‌شوند و

۱ دانشیار گروه حسابداری دانشگاه تهران

۲ دکترای حسابداری دانشگاه تهران - پردیس بین‌المللی کیش

در صورت استفاده از عقد مضاربه برای سپرده‌گذاری، حساب‌های سرمایه‌گذاری به محدودشده و محدودنشده تقسیم می‌شوند. حساب‌های سرمایه‌گذاری محدودشده بر اساس دو دیدگاه رایج به‌عنوان بدهی و یا بین بدهی‌ها و سرمایه‌نمایش داده می‌شوند. اطلاعات مربوط به حساب‌های سرمایه‌گذاری محدودنشده نیز در یک صورت مالی مجزا با عنوان صورت تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های محدودشده، افشا می‌گردد. تقسیم‌بندی حساب‌های سرمایه‌گذاری به محدودشده و محدود نشده و نحوه افشای آن‌ها تاکنون مورد توجه پژوهشگران داخلی نبوده است. مقاله حاضر ضمن معرفی حساب‌های سرمایه‌گذاری محدودشده و محدود نشده به بیان دیدگاه‌های مرجح در مورد افشای این حساب‌ها می‌پردازد.

واژگان کلیدی: حسابداری اسلامی، افشا، بانکداری اسلامی، حساب‌های سرمایه‌گذاری محدودشده و محدودنشده

مقدمه

پرداخت زکات و ممنوعیت ربا از جمله راهکارهای اسلام برای برقراری عدالت اقتصادی، محسوب می‌شوند. دین مبین اسلام در راستای برقراری عدالت و مساوات هر چه بیشتر در حوزه اقتصادی، ربا را منع و روش‌ها و عقود را جهت تأمین مالی پاک و عاری از ربا و تسهیل امور اقتصادی اسلامی در جوامع وضع نموده است. وجود رهنمودهای مذکور باعث تفاوت معاملات و بانکداری اسلامی، و حسابداری مورد نیاز آن‌ها نسبت به حسابداری متداول است. اقتصاد اسلامی در هزاره جدید به سرعت اشاعه یافته است و درحالی‌که بسیاری از بانک‌های غربی هم‌چنان از تأثیرات منفی بحران وام‌های بی‌پشتوانه سال ۲۰۰۷ زیان می‌بینند، بانک‌های اسلامی از شکست‌های بعدی مصون بوده‌اند (اختر عزیز، ۲۰۱۱). از سوی دیگر، در حوزه مرکز بازارهای نوظهور، دارایی‌های بانک‌های اسلامی در سال ۲۰۱۳ بالغ بر ۱/۷ میلیارد دلار آمریکا و رشد سالانه آن ۱۷/۶ درصد بوده است (مرکز بازارهای نوظهور، ۲۰۱۴). نیاز به گزارشگری نهادهای مالی اسلامی از آنجا نشأت گرفته است که نهادهای مالی اسلامی در اجرای استانداردهای حسابداری موجود از قبیل استانداردهای مالی گزارشگری بین‌المللی^۳ و استانداردهای حسابداری داخلی^۴ که طبق ساختارها و رویه‌های مالی معمول تدوین شده‌اند، به مشکل برخوردند. با وجود هم‌زمان شدن رشد نهادهای مالی اسلامی، با آغاز پروژه همگرایی استانداردهای حسابداری، ضرورت وجود استانداردهای حسابداری اسلامی بیش از پیش احساس می‌شود. زیرا از یک‌سو، معاملات شرعی ناظر بر حرمت ربا، معادلی در تأمین مالی مرسوم ندارند و از سوی دیگر، استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی تدوین شده نیز جوابگوی چالش‌های معاملات مالی و عقود اسلامی نیستند. از این‌رو، به لحاظ اهمیت و ضرورت موضوع، پژوهش‌های

3 International Financial Reporting Standards (IFRS)

4 Domestic Accounting Standards (DAS)

گسترده‌ای در این عرصه توسط دانشگاه‌ها و سازمان‌های اسلامی انجام شده و در نتیجه این تحقیقات و در راستای تحقق اهداف اسلامی، سازمان‌هایی با هدف تهیه و تدوین استانداردهای حسابداری مربوط به فعالیت نهادهای مالی اسلامی تأسیس گردیدند. این سازمان‌ها عبارت‌اند از:

- سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۵
- هیأت استانداردهای حسابداری مالزی^۶
- گروه تدوین استاندارد آسیا-اقیانوسیه^۷
- مرکز دانش مالی اسلامی دلویت^۸

با توجه به روند جهانی‌سازی حسابداری، دیدگاه نهادهای مذکور در مورد ایجاد همگرایی در استانداردهای حسابداری به دو دسته قابل تقسیم است: دیدگاه نخست، وجود مجموعه‌ای مجزا از استانداردهای حسابداری اسلامی را ضروری می‌داند. بدین لحاظ، اعمال استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی را تنها در مواردی که با دین اسلام در تضاد نیستند، مجاز می‌دانند و در صورت وجود شبهه مذهبی و یا خلأ رهنمود لازم در این استانداردها، استفاده از استانداردهای حسابداری اسلامی را مجاز می‌دانند. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی با پیروی از این تفکر خود را به‌عنوان مهم‌ترین نهاد تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری اسلامی معرفی و تاکنون ۲۶ استاندارد حسابداری، با عنوان استانداردهای حسابداری مالی^۹، برای نهادهای مالی اسلامی تدوین نموده است. این سازمان در چهارمین نشست سالیانه آکادمی بین‌المللی پژوهش‌های

5 Accounting and auditing organization for Islamic financial institutes (AAOIFI)
 6 Malaysian Standards Board (MASB)
 7 Asian-Oceanian Standard Setting Group (AOSSG)
 8 Deloitte Islamic Finance Knowledge Center (IFKC)
 9 Financial Accounting Standards (FAS)

شریعت^{۱۰} در سال ۲۰۱۲، تعداد اعضای خود را ۴۰۰ نهاد از ۴۰ کشور عنوان نمود. در واقع، در این کشورها شاهد هم‌زیستی استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی و استانداردهای حسابداری اسلامی هستیم (آکادمی بین‌المللی پژوهش‌های شریعت، ۲۰۱۲).

بر اساس دیدگاه دوم ارائه مجموعه‌ای مجزا از استانداردهای حسابداری اسلامی به دلیل ایجاد فرصت‌های آربیتراژی و فراهم شدن بستر تقلب نامطلوب می‌نماید. طرفداران این دیدگاه به سردمداری هیأت استانداردهای حسابداری مالزی، به دنبال حل چالش‌های حسابداری اسلامی از طریق ارائه رهنمودهای لازم در استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی هستند.

رویه‌های افشای سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی

بر اساس استاندارد حسابداری مالی شماره ۱ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی با عنوان "ارائه و افشا در صورت‌های مالی بانک‌های اسلامی و نهادهای مالی"، مؤسسات مالی و بانک‌های اسلامی موظف به ارائه صورت‌های مالی زیر می‌باشند (استاندارد حسابداری مالی شماره ۱):

- ۱) صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان،
- ۲) صورت جریان وجوه نقد،
- ۳) صورت تغییرات در حقوق صاحبان سرمایه یا صورت سود (زیان) انباشته،

۴) صورت تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های محدودشده،

۵) صورت منابع و مصارف وجوه صندوق خیریه و زکات، و

۶) صورت منابع و مصارف وجوه صندوق قرض‌الحسنه.

روشن است که سه مورد آخر صورت‌های مالی بانک‌های ایرانی از تفاوت چشم‌گیری برخوردار هستند. تفاوت عمده در رویه‌های افشا بانک‌های ایران و بانکداری اسلامی بین‌المللی نیازمند بررسی علمی است. از جمله سایر موارد اختلاف، عقد به کار رفته برای سپرده‌گذاری در بانک‌های اسلامی است که به تفاوت در نحوه ارائه سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت در ترازنامه بانک‌ها و حتی وجود یک صورت مالی مجزا در این زمینه انجامیده است. صورت مالی و رویه‌هایی که در حسابداری بانکداری کشور و پژوهش‌های مرتبط انجام شده، به آن پرداخته نشده است. در مقاله حاضر به بررسی عقود مرسوم در به کارگیری سپرده‌گذاری بلندمدت توسط بانک‌ها، اختلاف رویه‌های افشا سپرده‌گذاری بلندمدت در ترازنامه بانک‌ها و صورت‌های مالی اسلامی پرداخته خواهد شد.

سپرده‌گذاری در بانکداری اسلامی ایران

پس از پیروزی انقلاب اسلامی و با استقرار نظام جمهوری اسلامی، دگرگونی و نوسازی بنیان‌ها و نهادهای اجتماعی، سیاسی و اقتصادی آغاز شده و در راستای اجرای احکام اسلام در عرصه‌های گوناگون، اقدامات متعددی صورت گرفت. در این میان، بر اصلاح ساختار اقتصادی کشور و تطبیق آن با مبانی اسلام تأکید بسیار شد. قانون عملیات بانکی بدون ربا، در شهریورماه ۱۳۶۲ توسط مجلس شورای اسلامی تصویب و در تاریخ دهم همان ماه مورد تأیید شورای نگهبان قرار گرفت. در پی تصویب این قانون، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی مبتنی بر

آن تهیه شده و حسب مورد از تصویب هیأت وزیران و شورای پول و اعتبار گذشت و بانک‌ها مکلف شدند که از ابتدای سال ۱۳۶۳ عملیات خود را با مقررات جدید تطبیق دهند.

مطابق قانون عملیات بانکی بدون ربا، بانک در بکار گرفتن سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار و کیل است. حق الوکاله به کارگیری انواع حساب‌های سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار، جزو درآمد بانک محسوب می‌گردد. در این صورت، با توجه به ممزوج گردیدن منابع و کالتی با منابع اصالتی بانک، سود حاصل از اعطای تسهیلات به عنوان سود مشاع تلقی گردیده و باید طی سازوکاری عادلانه و منصفانه، سود متعلق به هر یک از ذی‌نفعان بانک (سپرده‌گذاران و سهامداران) از یکدیگر تفکیک گردد. بدیهی است سود متعلق به سپرده‌گذاران پس از کسر حق الوکاله بانک، در صورت زیادت نسبت به سود علی‌الحساب پرداختی، باید بین سپرده‌گذاران تقسیم شود. بر اساس بخشنامه شماره ۹۴/۶۹۳۸۳ بانک مرکزی به تاریخ ۹۴/۳/۲۰، حداکثر حق الوکاله به کارگیری سپرده‌ها، ۳ درصد خالص منابع سپرده‌گذار (میانگین مانده پایان هفته منابع سپرده‌گذار پس از کسر میانگین مانده پایان هفته سپرده قانونی تودیع‌شده) برای هر یک از انواع سپرده‌های بکار گرفته‌شده جهت مصارف مشاع است.

در ایران، اطلاعات مالی بانک‌ها در قالب ترازنامه، صورت سود و زیان، گردش حساب سود (زیان) انباشته، صورت سود و زیان جامع، صورت جریان وجوه نقد، یادداشت‌های توضیحی (شامل؛ الف. کلیات، ب. مبنای تهیه صورت‌های مالی، پ. خلاصه اهم رویه‌های حسابداری، یادداشت‌های مربوط به اقلام مندرج در صورت‌های مالی و سایر اطلاعات مالی)، افشا می‌گردد. در این راستا، سپرده‌های سرمایه‌گذاری شده به‌عنوان بدهی افشا می‌گردد.

سپرده گذاری در بانکداری اسلامی سایر کشورها

بانکداری اسلامی در سایر کشورها از نظر نحوه به کارگیری وجوه سپرده گذاری شده، افشا اطلاعات مالی و صورت های مالی بانکها متفاوت است. شیوه های تجهیز و تخصیص منابع در نظام های بانکداری اسلامی در کشورهای دیگر، کما بیش مشابه و همگی منطبق بر اصول شریعت اسلامی است (محرابی، ۱۳۹۳). در کلیه بانک های اسلامی تجهیز سپرده های مشتریان، به طور کلی در قالب های حساب جاری، حساب پس انداز و حساب سرمایه گذاری صورت می پذیرد. در رابطه با حساب های پس انداز، در کشورهای مورد بررسی به شیوه های متفاوتی عمل می شود. به این صورت که در برخی از آنها پرداخت اصل مبالغ این سپرده ها از سوی بانک تضمین شده در حالی که در برخی دیگر هیچ گونه تضمینی بابت اصل این سپرده ها صورت نمی گیرد. در رابطه با نحوه استفاده از حساب های سرمایه گذاری نیز تفاوت هایی در بین کشورهای اسلامی وجود دارد. اما در عرصه بین المللی و به طور مرسوم، اکثر بانک های اسلامی، علاوه بر عقد و کالت، این حساب ها را در قالب عقد مشارکت و به طور عمده مضاربه نیز به کار می گیرند (حاجیان و همکاران، ۱۳۹۰).

مضاربه قراردادی است که به موجب آن، یکی از طرفین (مالک) عهده دار تأمین سرمایه می گردد (نقدی) با قید اینکه طرف دیگر (عامل) با آن تجارت کند و هر دو در سود حاصل شده شریک باشند (مصباحی مقدم و همکاران، ۱۳۸۹، ص ۱۶۳). در میان عقود اسلامی، که در محدوده معاملات بانکی به کار گرفته می شود، مضاربه مناسب ترین شکل برای انواع فعالیت های تجاری است که همه بازرگانان و کسانی که به کسب و کار اشتغال دارند، در صورت نیاز به سرمایه، می توانند با مراجعه به بانک و انعقاد قرارداد مضاربه، وجه لازم را دریافت نموده، به کار تجاری مورد نظر بپردازد (سهیلی، ۱۳۸۷، ص ۱۲۱). تفاوت در عقد مورد

استفاده برای دریافت سپرده‌های مدت‌دار از مشتریان، سبب ایجاد تفاوت‌هایی در رویه‌های افشا بانک‌های ایران و بانک‌های اسلامی سایر کشورها شده است که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در عرصه بانکداری اسلامی بین‌المللی، واژه حساب‌های سرمایه‌گذاری^{۱۱} را معادل واژه سپرده‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌دهند. حساب‌های سرمایه‌گذاری به دو دسته محدودشده و محدود نشده تقسیم می‌شوند.

حساب سرمایه‌گذاری محدود نشده

در این نوع حساب، دارنده حساب سرمایه‌گذاری وجه را در قالب عقد مضاربه در اختیار بانک اسلامی قرار می‌دهد و به بانک اجازه می‌دهد وجوه سپرده‌گذاری شده را بدون وضع هیچ محدودیتی از نظر محل، شیوه و هدف سرمایه‌گذاری به روشی که بانک اسلامی مناسب تشخیص می‌دهد، سرمایه‌گذاری کند. بر اساس این توافق، بانک اسلامی می‌تواند وجوه دارندگان حساب‌های سرمایه‌گذاری را با وجوه خود یا سایر وجوهی که بانک اسلامی حق استفاده از آن را دارد، (به‌عنوان مثال، حساب‌های جاری) درهم آمیزد. دارندگان حساب‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های اسلامی معمولاً در بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده سهیم هستند. در مورد نحوه افشای حساب‌های سرمایه‌گذاری محدود نشده در صورت‌های مالی دو دیدگاه وجود دارد:

در دیدگاه نخست، که کشور مالزی در ارائه رهنمود برای چالش‌های حسابداری اسلامی بر آن تأکید دارد، حساب سرمایه‌گذاری محدود نشده به‌عنوان بدهی شناسایی می‌گردد. رویکرد جاری در کشور ایران با این دیدگاه منطبق

است (گزارش نهاد رم؛ نهاد سابق رتبه‌بندی مالزی، به نام برهاد)^{۱۲}، حساب سرمایه‌گذاری را بدهی می‌داند (هیأت استانداردهای حسابداری مالزی، ۲۰۱۲).

بر اساس دیدگاه دوم، حساب‌های سرمایه‌گذاری محدود نشده و معادل آن‌ها، باید در صورت وضعیت مالی به‌عنوان رقم جداگانه‌ای بین بدهی‌ها و حقوق صاحبان سرمایه ارائه و افشا شود (سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۳۸۹، ص ۹۹).

در استاندارد حسابداری مالی^{۱۳} شماره ۶ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، با عنوان "حقوق صاحبان حساب‌های سرمایه‌گذاری و معادل آن‌ها"^{۱۴} اشاره شده است که حقوق صاحبان حساب‌های سرمایه‌گذاری محدود نشده باید به‌عنوان طبقه‌ای مجزا در صورت وضعیت مالی بانک‌ها بین بدهی و حقوق صاحبان سرمایه ارائه شود. این استاندارد از اول ۱۴۱۹ هجری قمری معادل ۱ ژانویه ۱۹۹۹ اجرا شده است. بسیاری از محققان موافق این استاندارد هستند و این روش را تأیید نموده‌اند (کریم، ۲۰۰۱ و گیلهم، ۲۰۰۲؛ کهف، ۲۰۰۵؛ سلطان، ۲۰۰۶، ایوب، ۲۰۰۷؛ ابراهیم، ۲۰۰۰؛ شابر و الظفیری، ۲۰۰۸). به عقیده برخی، سیاست‌گذاران بانک‌های اسلامی باید از استانداردهای این سازمان که بر تحقیقات مفهومی عمیق شرعی آکادمی فقه سازمان همکاری اسلامی^{۱۵} مبتنی است، پیروی می‌کنند. زیرا این تنها راه جلوگیری از تفسیرهای متناقض پژوهشگران حسابداری اسلامی از شریعت است (ایوب، ۲۰۰۷). بر اساس این نظر، حساب‌های سرمایه‌گذاری را نمی‌توان بدهی و یا سرمایه محسوب نمود. زیرا از یک‌سو، حقوق صاحبان سپرده‌های محدود نشده بیانگر سهم آن‌ها از ریسک زیان محتمل قرارداد مضاربه است (کهف، ۲۰۰۵). و از سوی دیگر، صاحبان این

12 RAM Holdings (formerly known as Rating Agency Malaysia Berhad)

13 Financial Accounting Standard (FAS)

14 Equity of Investment Account Holders and their Equivalent

15 Organization of Islamic Cooperation (OIC)

حساب‌ها با وجود تقدم در برخورداري از سود مضاربه نسبت به سهامداران عادی، از حق زیرا رأی برخوردار نیستند (سلطان، ۲۰۰۶). کریم (۲۰۰۱) بیان می‌دارد که حساب سرمایه‌گذاری برخلاف ابزار بدهی، بدهی بانک نیستند. زیرا بازده خود را از طریق مشارکت در سود کسب می‌کنند و از زیان‌های ایجادشده نیز سهم دارد. درواقع، حساب‌های سپرده نه بدهی و نه سرمایه هستند. این حساب‌ها منبع سرمایه هستند، سپرده‌گذاران شرکای بانک هستند؛ اما حق مالکیتی ندارند (شابر و الظفیری، ۲۰۰۸). همود (۱۹۸۵) ضمن مخالفت با رویه گزارشگری حساب‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان بدهی این سؤال را مطرح می‌نماید که اگر سپرده بانک نوعی وام است، مازاد پرداختی نسبت به سپرده، با تلفی می‌شود، در این شرایط مبلغ پرداختی به سپرده‌گذاران چیست؟ رئیس بانک دولتی پاکستان، دکتر شمشاد اختر بیان می‌دارد که پول سپرده در حساب‌های سرمایه‌گذاری بر اساس مشارکت در سود و زیان سرمایه‌گذاری شده و در تجارت، تضمین‌شده و به‌طور خاص، بدهی نیست.

حساب سرمایه‌گذاری محدودشده

در این نوع حساب‌ها، دارنده حساب سرمایه‌گذاری محدودیت‌های مشخصی در زمینه محل، شیوه و هدف سرمایه‌گذاری سپرده‌ها توسط بانک وضع می‌نماید. علاوه بر این، بانک اسلامی ممکن است از درهم آمیختن وجوه خود با وجوه حساب سرمایه‌گذاری محدودشده به‌منظور سرمایه‌گذاری منع شده باشد. همچنین، ممکن است دارندگان حساب سرمایه‌گذاری محدودیت‌های دیگری وضع کرده باشند. به‌عنوان مثال، دارندگان حساب سرمایه‌گذاری ممکن است بانک اسلامی را ملزم کرده باشند وجوه آن‌ها را در معاملات فروش اقساطی یا بدون ضامن یا وثیقه سرمایه‌گذاری نکنند یا بانک اسلامی را ملزم به سرمایه‌گذاری مستقیم

وجوه و نه از طریق شخص ثالثی نمایند. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ارائه یک صورت مالی مجزا توسط بانکها و نهادهای مالی اسلامی را الزامی می‌داند. نام این صورت مالی مجزا "صورت تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های محدودشده" برای افشا اطلاعات مربوط به این حسابها است.

این صورت مالی ضمن افشای دوره مشمول صورت تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های محدودشده، این سرمایه‌گذاری‌ها را به تفکیک منابع تأمین مالی آنها ارائه می‌نماید. به‌عنوان مثال؛ موارد تأمین مالی شده به‌وسیله حسابهای سرمایه‌گذاری محدودشده، واحدهای سرمایه‌گذاری شده در پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های محدود شده است. علاوه بر این، این صورت باید پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها را برحسب نوع آنها تفکیک کند. اطلاعات زیر باید در صورت تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های محدودشده افشا گردد (سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۳۸۹، ص ۸۵):

الف) مانده سرمایه‌گذاری‌های محدودشده در ابتدای دوره، ضمن افشای جداگانه قسمتی از مانده که از تجدید ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های محدود شده به ارزش معادل وجه نقد آنها ناشی شده است، چنانچه میسر باشد.

ب) تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری شده در هر یک از پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها و ارزش هر واحد در ابتدای دوره.

پ) واگذاری یا خرید مجدد واحدهای سرمایه‌گذاری شده طی دوره.

ت) سهم بانک اسلامی در مجموعه سرمایه‌گذاری‌ها به‌عنوان مضارب یا حق‌الحمه ثابت آن به‌عنوان مدیر سرمایه‌گذاری.

ث) هزینه‌های سربار تخصیص داده شده از بانک اسلامی به حسابهای سرمایه‌گذاری محدودشده با پرتفوی‌ها، در صورت وجود.

ج) سود (زیان) سرمایه‌گذاری محدود شده در طی دوره با افشای جداگانه مبلغ ناشی از تجدید ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های محدودشده به ارزش معادل وجه نقد آن‌ها، چنان‌چه میسر باشد.

چ) مانده سرمایه‌گذاری‌های محدود شده در پایان دوره، ضمن افشای جداگانه بخشی از مانده ناشی از تجدید ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های محدودشده به ارزش معادل وجه نقد آن‌ها، چنان‌چه میسر باشد.

ح) تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری در هر یک از پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها در پایان دوره و ارزش هر واحد.

اطلاعات زیر باید در یادداشت‌های توضیحی صورت تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های محدودشده افشا گردد:

۱. نوع و ماهیت ارتباط بین بانک اسلامی و صاحبان سرمایه‌گذاری‌های محدودشده، به‌عنوان مضارب یا مدیر سرمایه‌گذاری
۲. حقوق مالکانه و تعهدات مربوط به هر نوع حساب سرمایه‌گذاری محدود شده یا واحد سرمایه‌گذاری

نتیجه

میان صورت‌های مالی و رویه‌های افشا در بانک‌های اسلامی ایران و خارج از ایران تفاوت‌های چشم‌گیری وجود دارد. از جمله این موارد، اختلاف در قرارداد به کار رفته برای سپرده‌گذاری در بانک‌های اسلامی است که منجر به تفاوت در نحوه ارائه سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت در ترازنامه بانک‌ها و حتی وجود یک صورت مالی مجزا در این زمینه انجامیده است. مطابق قانون عملیات بانکی بدون ربا، بانک در بکار گرفتن سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار و کیل است. حق الوکاله به کارگیری انواع حساب‌های سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار، جزو درآمد بانک محسوب می‌گردد و سپرده‌های سرمایه‌گذاری شده به‌عنوان بدهی افشا می‌گردد.

در عرصه بین‌المللی و به‌طور مرسوم اکثر بانک‌های اسلامی، علاوه بر عقد وکالت، به‌طور عمده عقد مضاربه را به کار می‌گیرند. بر این اساس، واژه حساب‌های سرمایه‌گذاری را به‌عنوان معادل واژه سپرده‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌دهند. حساب‌های سرمایه‌گذاری به دودسته محدودشده و محدود نشده تقسیم می‌شوند. در مورد نحوه افشا حساب‌های سرمایه‌گذاری محدود نشده در صورت‌های مالی دو دیدگاه وجود دارد. در دیدگاه نخست، حساب سرمایه‌گذاری محدود نشده به‌عنوان بدهی شناسایی می‌گردد. بر اساس دیدگاه دوم، حساب‌های سرمایه‌گذاری محدود نشده و معادل آن‌ها، باید در صورت وضعیت مالی به‌عنوان رقم جداگانه‌ای بین بدهی‌ها و حقوق صاحبان سرمایه ارائه و افشا شود.

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی ارائه یک صورت مالی مجزا توسط بانک‌ها و نهادهای مالی اسلامی با نام "صورت تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های محدودشده" را برای افشا اطلاعات مربوط به حساب‌های سرمایه‌گذاری محدودشده الزامی می‌داند.

با توجه به نوین و رو به رشد بودن ادبیات و پژوهش‌های حسابداری اسلامی، بررسی استفاده از عقد مضاربه در سپرده‌گذاری و امکان انتخاب نوع حساب سرمایه‌گذاری (محدود شده و یا محدود نشده) از سوی سپرده‌گذار و هم‌چنین نحوه ارائه حساب‌های مذکور در صورت‌های مالی بانک‌ها ضروری می‌نماید.

منابع

۱. حاجیان، محمدرضا (۱۳۹۰)، "موانع و مشکلات اجرای عقود مشارکتی در سیستم بانکی"، پروژه مطالعاتی پژوهشکده پولی و بانکی، قابل دسترس در: <http://www.mbri.ac.ir/userfiles/file/monthly>
۲. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی. (۱۳۸۹)، استانداردهای حسابداری مؤسسات مالی اسلامی، ترجمه: علی‌اکبر جابری، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.
۳. محرابی، لیلا. (۱۳۹۳)، معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، قابل دسترس در: http://mbri.ac.ir/Default.aspx?PageName=News&Action=Subjects_Details&ID=151038
۴. مصباحی مقدم، غلامرضا و دیگران. (۱۳۸۹)، بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه، اقتصاد اسلام، ش ۳۸، ص ۱۴۷-۱۷۴.
5. Akhtar, Aziz (2011), "at the Islamic Financial Intelligence Summit (IFIS)". Text of speech available at: <http://www.bis.org/review/r111117e.pdf?frames=0>.
6. Financial Accounting Standard (FAS) No. 1, (2010), "General Presentation and Disclosure in the Financial Statements of Islamic Banks and Financial Institutions".
7. Emerging Market Centers. (2014), World Islamic Banking Competitiveness Report 2013-14, available at: <http://emerging-markets.ey.com/world-islamic-banking-competitiveness-report-2013-14/>
8. Gillham, H.)2000(. Case Study Research Methods, 1st South Asian Edition 2005, Brijbasi
9. Art Press Ltd., Noida, U.P. India.

10. Ibrahim, S. H. B. M. (2000). The Need for Islamic Accounting: Perceptions of Its Objectives and Characteristics by Malaysian Muslim Accountants and Accounting Academics. University of Dundee, Dundee.
11. Kahf, M.(2005), “Basel II: Implications for Islamic Banking”,. Paper presented at the 6th
12. International Conference on Islamic Economics and Banking, Jakarta, Nov 22-24.
13. Karim, R. A. A. (2001). International Accounting Harmonization, Banking Regulation, and Islamic Banks. *The International Journal of Accounting*, 36(2), 169–193.
14. Karim, R. A. A. (1995). The Nature and Rationale of a Conceptual Framework for Financial Reporting by Islamic Banks. *Accounting and Business Research*, (100), 285–300.
15. Malaysian Accounting Standards Board. (2012). “A Word about Islamic Finance: Part I”. available at: http://www.masb.org.my/images/stories/A_WordaboutIslamicFinance-PartNov.pdf
16. Mohamed Sultan, S. A. 2006, “An Overview of Accounting Standards for Islamic Financial Institutions”, *Finance Bulletin* (Jan-Mac 2006).
17. Murtuza, A. (2002). Islamic Antecedents for Financial Accountability. *International Journal of Islamic Financial Services*, 4(1), 1–19.
18. Shubber K. and Alzafiri E. 2008. “Cost of capital of Islamic banking institutions: an empirical study of a special case”, *International journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol.no.1 2008, pp. 10-19.

طراحی صندوق تکافل در بازار سرمایه

سید علی حسینی^۱

نسترن عضدی فر^۲

چکیده

از عوامل اصلی و مهم رشد و توسعه اقتصادی کشورها، بلوغ بازارهای پولی، سرمایه و بیمه می‌باشد. پویایی، تکامل و توسعه صنعت بیمه از طریق بازار سرمایه مقوله‌ای است که می‌تواند کمک شایانی به این امر نماید. بازارهای سرمایه و بیمه ارتباط تنگاتنگی با یکدیگر دارند، چراکه هر دو به طور طبیعی تابعی از فعالیت‌های اقتصادی و اجتماعی کشور می‌باشند. به گونه‌ای که تغییرات در یکی می‌تواند موجب رشد یا رکود در دیگری شود. به همین علت طراحی ابزارهای مشترک میان این دو می‌تواند علاوه بر گسترش حوزه‌های تعامل، موجب تقویت بازار سرمایه و متنوع‌سازی ابزارهای ارائه خدمات بیمه در کشور گردد. علاوه

۱ عضو هیأت علمی و استادیار دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهرا

۲ دانشجوی کارشناسی ارشد مهندسی مالی دانشگاه تهران

بر این، پیدایش تکافل که از قوانین شریعت اسلام پیروی می‌نماید، پیشرفتی مقبول در صنعت بیمه جهان بوده که نظام‌های مالی اسلامی را کامل کرده و بهبود می‌بخشد. در این مقاله سعی شده است تا صندوق تکافل به عنوان نهادی از بازار سرمایه برای ارائه خدمات بیمه معرفی شده و سه مدل اصلی و معروف شکل‌گیری این صندوق‌ها در دنیا تشریح گردد.

واژه‌های کلیدی: بیمه، صندوق تکافل، بازار سرمایه، وکالت، مضاربه

JEL : E44، G22، G32 طبقه‌بندی

مقدمه

نیاز به امنیت از جمله مهم‌ترین نیازهای بشر است که بر اساس گذر زمان از تعریف ساده خود به امنیت در دارایی، سرمایه‌گذاری‌ها و مواردی از این قبیل، بسط و گسترش یافته است. در ابتدا، به منظور رفع این نیاز از ابزارهای متفاوتی استفاده می‌شد تا اینکه نظام بیمه مدون گشت. بیمه درباره موضوعات خطرزا و خطردار انجام می‌گیرد، که به معنای عدم اطمینان از وقوع زیان است. مؤسسات و نهادهای بیمه‌ای یکی از عوامل و شرایط مؤثر در توسعه اقتصادی و مالی، ایجاد منابع جدید، حفظ ثروت‌های ملی و جلوگیری از خطرهای تهدیدکننده در سرمایه‌گذاری از نظر تضمین خسارت و پرداخت غرامت می‌باشند.

بررسی ساختار صندوق تکافل به عنوان یکی از محصولات بیمه‌ای می‌تواند ما را در ارائه محصولی با ثبات و کارآ از لحاظ اقتصادی، شفاف و منصفانه از منظر ذی‌نفعان یاری رساند.

از ابتدای دهه ۱۹۷۰ میلادی، کشورهای مسلمان، توجه ویژه‌ای به مباحثی همچون طراحی خدمات مالی بر مبنای اصول اسلامی داشته‌اند. مفهوم تکافل در زمان پیامبر اکرم نیز وجود داشته است، به طوری که با ورود پیامبر اکرم به مدینه، میان مهاجران و انصار، نظام عاقله شکل گرفت. از طریق این پیمان، تمام مسلمانان مدینه، بدون توجه به قبیله‌شان، عضو یک جامعه شدند و صندوقی به نام "کنز" ایجاد شد که اعضا، سالانه در آن مبلغی می‌ریختند. این صندوق به عضویت که برای پرداخت دیه مشکل داشت، کمک می‌کرد (عسگری و اسمعیلی گیوی ۱۳۹۲).

مجموع تولید ناخالص داخلی کشورهای خاورمیانه، ترکیه و پاکستان (METP^۳) برابر با ۳,۷ تریلیون دلار یعنی ۴,۸٪ کل تولید ناخالص داخلی جهان در سال

۲۰۱۴ بوده است. رشد سریع این بازارها به دلیل سرمایه‌گذاری در بخش‌های صنعت، زیرساخت و خدمات، موجب رشد سریع صنعت بیمه نیز گشته است. بازارهای بیمه ترکیه، عربستان سعودی، امارات متحده عربی و ایران بیشترین سهم را در این میان به خود اختصاص داده‌اند. با این حال، سهم این صنعت تنها ۱٪ از کل حجم حق بیمه پرداخت شده در جهان طی این سال بوده است. یکی از علل این امر نیز مدل‌های بیمه به کار گرفته شده در این کشورها می‌باشد که به علت عدم تنوع کافی و عدم انطباق با خواسته و نیازهای جوامع، نتوانسته است به میزان کافی بیمه‌گذاران را جذب نماید. (Swiss Re Ltd Economic Research & Consulting, 2015).

در اکثر موارد بیمه اسلامی و تکافل به عنوان هم‌معنی استفاده می‌شوند. با این حال اهمیت دارد که تفاوت میان آنها مشخص شود. این مقاله به تکافل اشاره دارد به عبارت روشن‌تر، به آن دسته از مدل‌های بیمه اسلامی که به طور گسترده توسط اکثر فقهای شیعه پذیرفته شده‌اند. تکافل سیستمی است که بر مبنای همکاری مشترک (تعاون) و کمک داوطلبانه (تبّع) بنا شده باشد.

از سال ۲۰۰۸ تاکنون صنعت تکافل به طور گسترده‌ای متحول شده است. اندازه بازار، حوزه مقرراتی، مدل‌های تجاری تکافل و وجود ظرفیت‌های تکافل مجدد^۴ همگی دچار تغییرات شدیدی شده‌اند.

بیش از یک چهارم جمعیت دنیا را مسلمانان تشکیل می‌دهند و همچنان دسترسی محدودی به مزایای بیمه دارند. یکی از علل نفوذ کم بیمه به دنیای مسلمانان آن است که بیمه به روش مرسوم از جهات فقهی مورد تأیید آنان نمی‌باشد و در عین حال ابزارها و روش‌های شرعی بیمه به صورت مناسبی در اختیار این گروه از مردم قرار نگرفته است.

تقریباً تمامی فقهای شیعه پذیرفته‌اند که برخی صورت‌های بیمه مورد قبول می‌باشد به شرط آنکه برخی قواعد رعایت شوند (از جمله آنکه سرمایه‌گذاری بایستی تنها در دارایی‌های منطبق با شریعت اسلام باشد). بازاری با ظرفیت بسیار بالا برای صنعت تکافل وجود دارد، به گونه‌ای که از سال ۲۰۰۸ به طور میانگین این صنعت رشدی ۳۰ درصدی در سال داشته است. (Swiss Re Ltd, Economic Research & Consulting, ۲۰۱۱). با این حال همچنان این صنعت کوچک بوده و در بسیاری از کشورهای اسلامی از آن استفاده نمی‌شود. تکافل به طور خاص در کشورهای مالزی، اندونزی، عربستان سعودی، بحرین و امارات متحده عربی تمرکز یافته است.

به گفته اکثر حقوق‌دانان مسلمان، بیمه به روش مرسوم منطبق با شریعت، بدنه اصلی قانون اسلام نمی‌باشد چراکه ممکن است شامل سود ثابت (ربا)، ریسک بیش از اندازه (میسر^۵)، عدم اطمینان و شرایط مبهم (غرر) و سرمایه‌گذاری در لوازم غیرقابل قبول (حرام) باشد. به علت آن که احکام شریعت در مناطق مختلف با یکدیگر متفاوت است، مدل‌های مختلفی از بیمه اسلامی به وجود آمده است. در این تحقیق صرفاً بر روی مدل تکافلی که وجوه بیمه‌گذاران^۶ را از وجوه صاحبان سهم^۷ جدا می‌سازد، متمرکز خواهیم شد.

صندوق‌های تکافل، بازارهای سرمایه اسلامی را از طریق سرمایه‌گذاری مستمر وجوه در ابزارهای مالی اسلامی حمایت می‌نمایند و به همین علت این دو می‌توانند مکمل مناسبی برای یکدیگر باشند.

۵ میسر: در لغت به معنای قمار است و قمارباز را یاسر گویند و اصل آن از "یسر" به معنای آسانی گرفته شده به مناسبت اینکه قمارباز مال مردم را به آسانی و بدون رنج کسب و کار به چنگ می‌آورد.

6 Policyholders

7 Shareholders

ادبیات و پیشینه تحقیق

پژوهشگران بسیاری در سرتاسر دنیا به مطالعه و بررسی مدل‌های تکافل پرداخته‌اند. توحیدی‌نیا (۱۳۸۷)، تکافل و اهمیت توجه بیشتر به آن در ایران را ترسیم نمود. عسگری و گیوی (۱۳۹۲)، کارایی بیمه اسلامی (تکافل) و بیمه متعارف را از طریق فرآیند تحلیل سلسله مراتبی مقایسه نموده‌اند. در مقاله‌ای دیگر (سید نورانی و همکاران، ۱۳۹۰) به بررسی سازوکارهای مناسب برای ارائه بیمه‌های خرد در مناطق روستایی ایران بر اساس تکافل پرداخته‌اند. عسگری و گیوی (۱۳۸۸) اقدام به تحلیل نظری ساختار بیمه‌های عمر در نظام تکافل و بیمه‌های متعارف نموده‌اند.

همچنین مهدوی، گیوی و کاوند (۱۳۸۸)، الگوهای بیمه اسلامی (تکافل) مبتنی بر مضاربه را از نظر سازوکارهای عملیاتی و فقهی بررسی نمودند. محمدی مهر (۱۳۸۵)، در پایان‌نامه‌اش با عنوان بررسی تطبیقی نظام بیمه و تأمین اجتماعی با نظام تکافل اسلامی، به تبیین ماهیت و اهمیت تعاون و تکافل در جامعه پرداخته و سازوکارهای برخی از الگوهای شرکت‌های تکافل را به صورت کلی آورده است. عسگری و محمدی (۱۳۹۳)، الگوهای تکافل و آسیب‌شناسی آنها را از منظر ذی‌نفعان تحلیل و مقایسه نموده‌اند. عسگری و عظیم‌زاده آرانی (۱۳۹۳) به تحلیل مقایسه‌ای بیمه اتکایی و تکافل اتکایی و ارائه راهکارهایی جهت اجرایی نمودن تکافل اتکایی در کشور پرداخته‌اند.

کتاب‌های متعددی نیز درباره تکافل چاپ و منتشر شده است؛ از جمله بیمه اسلامی (خورشید ۲۰۰۴)، بیمه اسلامی تکافل (آرچر، عبدالکریم و نیانهاس ۲۰۰۹)، بازارها و محصولات تکافل (عمرفیشر، ۲۰۰۹)، راهنمای جهانی بیمه اسلامی (شرکت تکافل ری، ۲۰۰۹)، تکافل چیست؟ (خالد کاسار، ۲۰۰۸)، راهنمای شرکت‌های اسلامی (گروه بیمه عربی، ۲۰۰۷)، بیمه اسلامی: جهت‌گیری‌ها، فرصت‌ها و

آینده تکافل (سهیل جعفر، ۲۰۰۷)، بیمه مدرن و اسلامی (معصوم بالله، ۲۰۰۷) و استانداردهای شریعت در مقدار خسارت‌ها در بیمه (معصوم بالله، ۲۰۰۳).

در بین تمامی پژوهش‌های انجام شده، جای خالی صنعت بیمه و ابزارهای آن در بازار سرمایه ایران به طور مشهودی مشاهده می‌شود و لذا استفاده از صندوق تکافل به عنوان راهکاری نوین جهت توسعه صنعت بیمه در کشور و ورود این نهاد برای ایجاد ارتباط میان بازارهای بیمه و سرمایه، موضوعی است که در این مقاله به آن پرداخته خواهد شد.

صندوق تکافل

صندوق تکافل استخری از وجوه است که مشارکت‌کنندگان / بیمه‌گذاران به منظور کمک به یکدیگر تشکیل داده‌اند. گرداننده صندوق، این استخر از وجوه را مدیریت می‌نماید. سهامداران نیز در راستای حمایت از شکل‌گیری صندوق و تأمین هزینه‌های اجرایی آن نقش‌آفرینی می‌نمایند. صندوق تکافل بایستی اعانات مشارکت‌کنندگان / بیمه‌گذاران خود را از وجوه سهامداران جدا نماید. این دو منبع پولی نباید با یکدیگر ترکیب شوند. لذا هر مدیر / گرداننده باید دو صندوق جداگانه را مدیریت نماید: ۱- صندوق تکافل که شامل وجوه بیمه‌گذاران می‌باشد. ۲- صندوق سهامداران که به صندوق عملیاتی نیز معروف می‌باشد. این حساب شامل پول راه‌اندازی^۱ صندوق می‌باشد که توسط سهامداران تأمین شده است. مابقی وجوه صندوق سهامداران، پس از پرداخت هزینه‌های اجرایی، می‌تواند سرمایه‌گذاری گردد و عواید حاصل از آن به صندوق واریز شود. علاوه بر این، بیمه‌گذاران مبلغ مشخصی بابت هزینه‌های مدیریتی پرداخت می‌نمایند که به صندوق سهامداران واریز می‌گردد. سهامداران بابت سرمایه‌گذاری خود مبالغ

مشخصی به صورت دوره‌ای از این صندوق کسب خواهند نمود. هم‌چنین، زمانی که صندوق تکافل بابت سرمایه‌گذاری‌های خود سود کسب می‌نماید، بخشی از آن به سرمایه‌گذاران تعلق خواهد گرفت.

یک نکته قابل توجه آن است که صندوق تکافل ممکن است طی فعالیت خود با کسری مواجه شود که در این صورت نیاز به پذیره‌نویسی یا سرمایه‌گذاری پشتیبانی دارد، در غیر این صورت صندوق با انحلال مواجه خواهد شد. در این شرایط سهامداران صندوق به هنگام بروز کسری از طریق اعطای وام بدون بهره (قرض) پذیره‌نویسی مجدد می‌نمایند. پس از آن، با برطرف شدن کسری و به وجود آمدن مازاد، سهامداران مبلغ وام اعطایی را از مازاد وجوه برداشت می‌نمایند.

برخی مفاهیم و ارکان صندوق

۱. بیمه‌گذار

شخص حقیقی یا حقوقی که با پرداخت حق بیمه، بیمه‌نامه در نام او صادر می‌شود.

۲. تکافل مجدد (تکافل اتکایی)

تکافل مجدد یا اتکایی همانند بیمه اتکایی عمل می‌نماید. به این مفهوم که صندوق تکافل می‌تواند به منظور پوشش بخشی از ریسک‌های خود، با پرداخت حق بیمه به صندوق تکافل یا شرکت بیمه دیگر، سهمی از ریسک بیمه‌گذاران را منتقل نماید. در واقع، صندوق تکافل نمی‌تواند کل ریسک ناشی از پوشش مطالبات بیمه‌گذاران خود را به صورت یک‌جا تحمل نماید. در شرایطی که بحران خاصی به وقوع می‌پیوندد، به عنوان مثال بلایای طبیعی، آتش‌سوزی‌های گسترده یا مواردی از این دست، وجوه صندوق به سرعت خالی شده و توانایی صندوق در پرداخت مطالبات کاهش می‌یابد. به منظور اجتناب از چنین شرایطی و به منظور جلوگیری از زیان سهامداران، بیمه‌گذاران و مدیر صندوق، بخشی از این ریسک را از طریق تکافل اتکایی با نهادی دیگر تقسیم می‌کنند.

۳. سهامدار

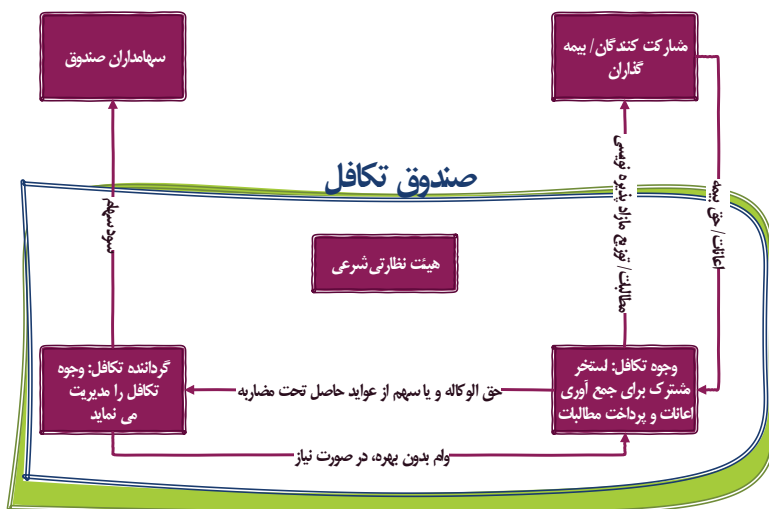
شخص حقیقی یا حقوقی که هزینه راه‌اندازی صندوق، هزینه‌های اجرایی و در صورت کسری صندوق، وام بدون بهره را برای تداوم عملیات صندوق تأمین می‌نماید.

۴. گرداننده/مدیر صندوق

رکن اصلی و اجرایی صندوق تکافل می‌باشد که تخصص کافی در بازار سرمایه داشته و توسط سهامداران صندوق انتخاب می‌گردد.

۵. مازاد پذیره نویسی^۹

مازاد حق بیمه پرداختی توسط بیمه‌گذاران طی دوره مالی نسبت به کل خسارت و پرداخت غرامت وارده طی همان دوره.



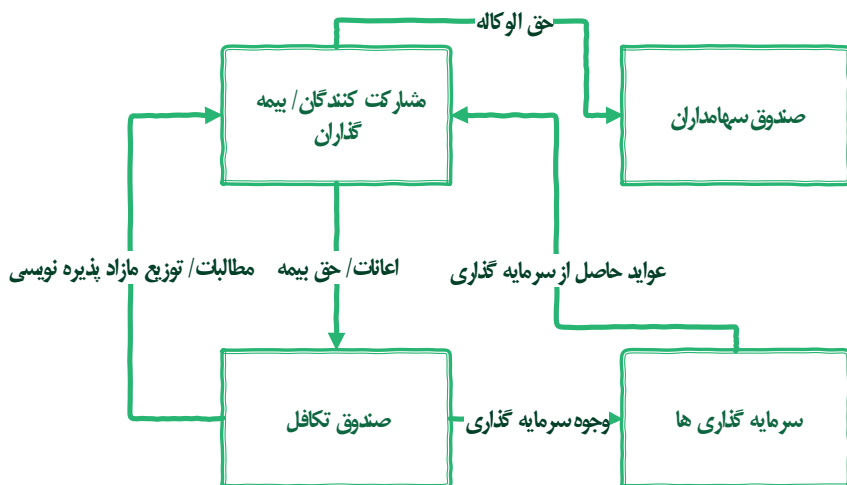
شکل ۱: مدل کلی و روابط میان ارکان صندوق تکافل

9 Underwriting Surplus: excess of the total premium contributions paid by policyholders during the financial period over the total indemnities paid in respect of claims incurred during the period.

مدل وکالت

در اسلام عقد وکالت قراردادی است که طی آن یک نهاد به عنوان نماینده‌ای برای نهادی دیگر عمل می‌نماید. در مدل مبتنی بر وکالتِ صندوق تکافل، گرداننده تکافل به عنوان نماینده بیمه‌گذاران می‌باشد. به عبارت دیگر مدیر صندوق صرفاً نماینده گرداندن صندوق از سوی مشارکت‌کنندگان است. مدل وکالتِ صندوق تکافل مشابه صندوق سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد، چرا که مدیر صندوق با دریافت مبلغی از پیش تعیین شده، معمولاً نسبتی مشخص از وجوه دریافتی از بیمه‌گذاران، اقدام به سرمایه‌گذاری وجوه تکافل و مدیریت نمودن عملیات صندوق به نیابت از آنان می‌نماید. وجه دریافتی باید به تأیید هیأت نظارت شرعی رسیده باشد. مدیر صندوق می‌تواند به گونه‌ای مازاد پذیره‌نویسی یا عواید سرمایه‌گذاری دریافت نمی‌نماید، یا بالعکس متحمل زیان وارده ناشی از پذیره‌نویسی یا سرمایه‌گذاری نیز نمی‌گردد. هرگونه سود ناشی از سرمایه‌گذاری یا مازاد وجوه صندوق، به صندوق تکافل بازمی‌گردد. با این حال، در صورتی که وجوه صندوق با کسری مواجه شوند، گرداننده صندوق باید از طریق سهامداران صندوق یک وام بدون بهره (قرض) برای صندوق تأمین نماید تا در زمان "مازاد صندوق" پس داده شود (Jamaldeen, 2012).

تحت این مدل، گرداننده صندوق تنها زمانی می‌تواند سودده باشد که هزینه‌های عملیاتی آن کمتر از مبلغ دریافتی باشد. در این حالت، مدیر صندوق به صورت مستقیم ریسک پذیره‌نویسی ندارد لذا ممکن است بدون ارزیابی صحیح ریسک‌ها سعی در حداکثر نمودن تعداد مشارکت‌کنندگان نماید. انواع دیگری از این مدل، یک مبلغ تشویقی برای مدیر صندوق در نظر می‌گیرند تا اقدام به تخمین مناسب ریسک به هنگام پذیره‌نویسی نموده و این مشکل را حل نماید. با همین رویکرد، متعهد نمودن مدیر صندوق به تأمین وام بدون بهره به هنگام کسری وجوه صندوق، انگیزه‌ای برای ارزیابی مناسب ریسک خواهد بود.



شکل ۲- مدل وکالت صندوق تکافل

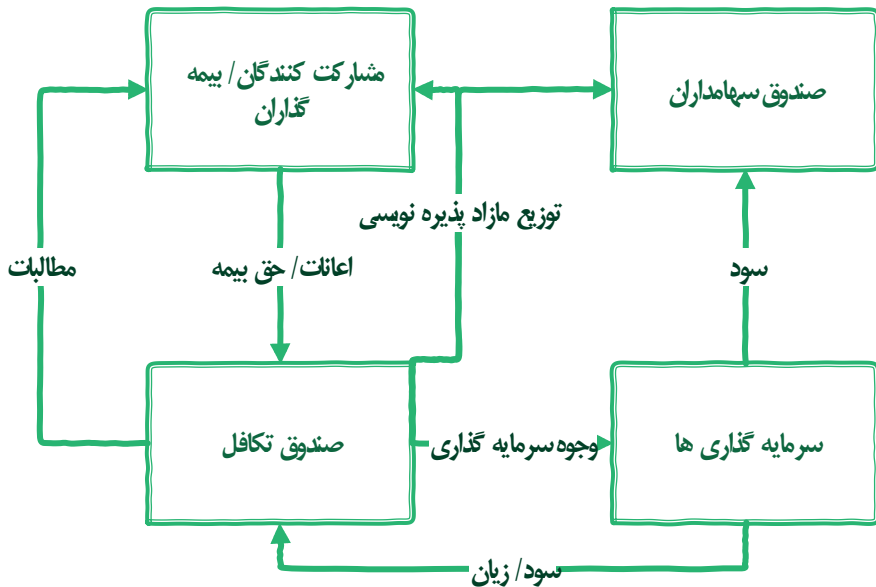
مدل مضاربه

مضاربه یکی از عقود اسلامی است که طی آن یک طرف (سرمایه‌گذار) به طرفی دیگر (مدیر صندوق) پول می‌دهد تا آن را در یک فعالیت تجاری یا اقتصادی، سرمایه‌گذاری نماید. سرمایه‌گذار سرمایه خود را و مدیر صندوق دانش و مهارت لازم برای موفقیت فعالیت را به اشتراک می‌گذارند. طرفین بر اساس نسبتی مشخص، عواید حاصل از سرمایه‌گذاری را تقسیم می‌نمایند، اما در صورت عدم موفقیت، تنها سرمایه‌گذار متحمل زیان مالی وارده می‌گردد. زمانی که صندوق تکافل بر اساس این اصل بنا می‌گردد، سهامداران صندوق تکافل عواید حاصل از سرمایه‌گذاری و وجه صندوق را با بیمه‌گذاران تقسیم می‌نمایند. بیمه‌گذاران، شریک سرمایه‌گذاری (شریک غیرفعال^{۱۰}) هستند که در این مدل به رب‌المال و صندوق تکافل (مدیر صندوق و سهامداران) به مضارب معروف می‌باشند. این مدل اساساً یک مدل مشارکت در سود می‌باشد. برعکس، مدل وکالت، مدیر صندوق نسبت مشخصی از عواید حاصل از وجه

بیمه‌گذاران و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را دریافت خواهد نمود. همچنین مشابه مدل وکالت، گرداننده صندوق باید به کمک سهامداران، در هنگام کسری وجوه بیمه‌گذاران، اقدام به تأمین وام بدون بهره به صندوق نماید.

تحت این مدل، گرداننده صندوق زمانی می‌تواند سودده باشد که هزینه‌های عملیاتی آن کمتر از سهم گرداننده از مجموع مازاد پذیرهنویسی و عواید حاصل از سرمایه‌گذاری باشد. لذا مدیریت بهینه صندوق و تخمین ریسک مناسب به نفع مدیر صندوق می‌باشد. از سوی دیگر، درآمد بی‌ثبات حاصل از پذیرهنویسی و سرمایه‌گذاری می‌تواند چالشی جدی به‌خصوص در دوران ابتدایی راه‌اندازی صندوق باشند.

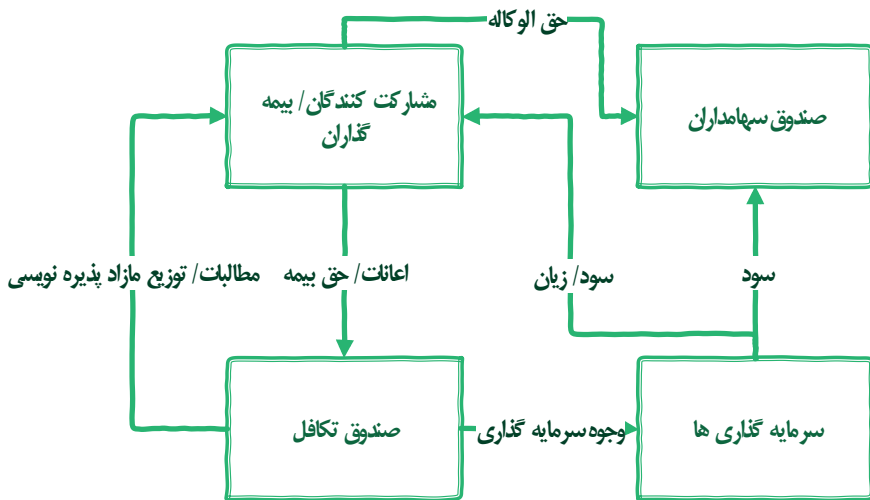
همان‌گونه که در شکل ۳ مشخص شده است، عواید حاصل از سرمایه‌گذاری میان صندوق تکافل و صندوق سهامداران با نسبت‌های از پیش تعیین شده تقسیم می‌گردد ولی زیان ناشی از آن تنها به صندوق تکافل وارد می‌آید. به عبارت دیگر، بیمه‌گذاران متحمل زیان مالی و صندوق تکافل متحمل زیان و مهارت از دست رفته می‌شود.



شکل ۳ - مدل مضاربه صندوق تکافل

مدل ترکیبی^{۱۱}

این مدل ترکیبی از مدل‌های وکالت و مضاربه می‌باشد. گرداننده صندوق سهمی از پیش تعیین شده از وجوه پرداختی توسط بیمه‌گذاران به‌علاوه سهمی از عواید حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را دریافت می‌نماید. برخی قانون‌گذاران مالی و سازمان‌های بین‌المللی (از جمله سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی^{۱۲}) مدل ترکیبی را پیشنهاد می‌نمایند، چراکه نقاط قوت مدل وکالت و مدل مضاربه را به همراه دارد. به‌کارگیری مدل مضاربه در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری کمک می‌نماید تا انگیزه کافی در مدیریت صندوق حفظ گردد و مدل وکالت این امکان را فراهم می‌آورد تا مدیر صندوق بخشی از هزینه‌های اجرایی پذیرهنویسی را پوشش دهد.



شکل ۴ - مدل ترکیبی صندوق تکافل

11 Hybrid Model

12 AAOIFI: Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

همان‌گونه که از شکل ۴ مشاهده می‌شود، صندوق تکافل با استفاده از قرارداد وکالت به عنوان نماینده‌ای برای مدیریت صندوق عمل می‌نماید و برای پذیرهنویسی صندوق، حق‌الوکاله‌ای دریافت می‌نماید. همچنین با استفاده از قرارداد مضاربه، مدیر صندوق تکافل به عنوان گرداننده صندوق، سرمایه‌گذاری‌ها را مدیریت نموده و عواید حاصل از آن را میان صندوق سهامداران و صندوق تکافل تقسیم می‌نماید. همان‌گونه که مشخص گردیده است، هیچ‌گونه مازادی از پذیرهنویسی به صندوق سهامداران واریز نخواهد شد.

بیمه مرسوم بر مبنای تبادل حق بیمه در زمان حال برای جبران زیان واقعی خاص در آینده است. این نوع تبادل (فروش) به علت آنکه ارزش زیان وارده در آینده مشخص نمی‌باشد، بر اساس عدم اطمینان (غرر) تحت قوانین شریعت پذیرفته نمی‌باشد. مفهوم اصلی تکافل پرداخت حق بیمه بر مبنای تبرع می‌باشد. قصد و نیت برای پرداخت اعانه، نوع یا ماهیت قرارداد را عوض می‌کند زیرا قرارداد دیگر ماهیت خرید و فروش نداشته بلکه یک نوع قرارداد اعانه یا مشارکت می‌باشد. با تعریف دقیق نوع خسارت، شبهه غرر از میان خواهد رفت. به عبارت دیگر، موضوع صندوق تکافل به طور دقیق مشخص می‌گردد. به عنوان مثال، برخی صندوق‌های تکافل برای ارائه پوشش بیمه خودرو، برخی برای بیمه عمر و یا بیمه درمانی شکل می‌گیرند.

تکافل در برخی اشکال آن، از قرن‌ها پیش به عنوان یک سیستم تقسیم ریسک مشترک مورد استفاده بوده است و لذا با شفاف‌سازی میزان ریسک، شبهه میسر نیز قابل اجتناب است.

تکافل، وجوه بیمه‌گذاران را از سهامداران تفکیک می‌نماید، استراتژی سرمایه‌گذاری در آن مطابق با قواعد اسلام بوده و دارای یک سیستم نظارت داخلی از فقهای شیعه می‌باشد.

در هر سه مدل معرفی شده صندوق تکافل، مدیر صندوق مبلغی از پیش

تعیین شده (مدل وکالت)، سهمی از مازاد پذیرهنویسی (مدل مضاربه) یا ترکیبی از هر دو (مدل ترکیبی) را در ازای گرداندن صندوق به نیابت از بیمه‌گذاران دریافت می‌نماید. برخی مزایای تشکیل صندوق تکافل در بازار سرمایه شامل موارد ذیل می‌باشد:

۱. تنوع بخشی به روش‌های ارائه خدمات بیمه؛
۲. افزایش ارتباط صنعت بیمه و بازار سرمایه کشور؛
۳. مشارکت بیمه‌گذاران در عواید حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه حق بیمه؛
۴. مدیریت حرفه‌ای و متخصص در بازار سرمایه؛
۵. سهولت و سادگی سرمایه‌گذاری در صندوق؛
۶. تنوع سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک بیمه‌گذاران؛

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در این مقاله به معرفی سه مدل اصلی شکل‌گیری صندوق تکافل در بازار سرمایه پرداخته شد. پیشنهاد می‌گردد در حوزه‌های مربوط به مدل‌های مدیریت صندوق‌های تکافل، حقوق سهامداران صندوق، انحلال صندوق و ریسک‌های ذی‌نفعان، خلأهای قانونی در شکل‌گیری و اداره صندوق‌های تکافل، مدل‌های تکافل اتکایی و مدیریت ریسک صندوق، مطالعات گسترده‌تری صورت پذیرد. روش‌های سرمایه‌گذاری و جوه صندوق از جمله مباحث کلیدی در توسعه و بقای این صندوق‌ها خواهد بود.

این‌گونه به نظر می‌رسد که با وجود چالش‌های گوناگون، سهم تکافل از صنعت بیمه در جهان رو به افزایش می‌باشد. حمایت از شکل‌گیری صندوق‌های تکافل در بازار سرمایه می‌تواند نقش بسزایی در افزایش این سهم برای کشور ایفا نماید. به‌خصوص آن‌که تغییر ساختار کنونی شرکت‌های بیمه آسان نبوده و در مقایسه با تشکیل صندوق‌های تکافل به عنوان بخشی از بازار بیمه، مستلزم صرف وقت و هزینه بیشتری خواهد بود. به همین علت پیش‌بینی می‌شود که تشکیل صندوق‌های تکافل در بازار سرمایه با استقبال و رشد چشم‌گیری مواجه خواهد شد.

منابع

۱. توحیدی نیا، ابوالقاسم (۱۳۸۷). تکافل و اهمیت توجه بیشتر به آن در ایران. صنعت بیمه، ۹۱-۱۱۹.
 ۲. حسن زاده، ع. و کاظم نژاد، م. (۱۳۸۷). مروری بر نقش صنعت بیمه در اقتصاد و بازار سرمایه ایران و برخی کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته. صنعت بیمه، ۲۳۱-۲۶۹.
 ۳. حسن زاده، ع.، عسگری، م. و کاظم نژاد، م. (۱۳۸۹). بررسی جایگاه صنعت بیمه در اقتصاد و بازار سرمایه ایران. صنعت بیمه، ۱۶۵-۱۹۹.
 ۴. سیدنورانی، س.، تاری، ف.، مهدوی، غ.، و رشیدی نژاد، ح. (۱۳۹۰). تکافل، سازوکاری مناسب برای ارائه بیمه های خرد در مناطق روستایی ایران. جستارهای اقتصادی، ۷۷-۱۱۵.
 ۵. عسگری، م.، و اسمعیلی گیوی، ح. (۱۳۸۷). تحلیل نظری ساختار بیمه های عمر در نظام تکافل و بیمه های متعارف. اقتصاد اسلامی، ۶۳-۹۱.
 ۶. عسگری، م.، و اسمعیلی گیوی، ح. (۱۳۹۲). مقایسه کارایی بیمه اسلامی (تکافل) و بیمه متعارف، با فرایند تحلیل سلسله مراتبی. اندیشه مدیریت راهبردی، ۲۱۳-۲۲۸.
 ۷. عسگری، م.، و عظیم زاده آرانی، م. (۱۳۹۳). تحلیل مقایسه ای بیمه اتکایی و تکافل اتکایی و ارائه راهکارهایی جهت اجرایی نمودن تکافل اتکایی در جمهوری اسلامی ایران. تحقیقات مالی، ۹۹-۱۳۰.
 ۸. عسگری، م.، و محمدی، م. (۱۳۹۲). تحلیل مقایسه ای الگوهای تکافل و آسیب شناسی آن ها از منظر ذی نفعان. تحقیقات مالی، ۱۵۳-۱۸۴.
 ۹. مهدوی، ا.، اسمعیلی گیوی، ح.، و کاوند، م. (۱۳۸۸). بررسی الگوهای بیمه اسلامی (تکافل) مبتنی بر مضاربه از نظر سازوکارهای عملیاتی و فقهی (فقه امامیه). جستارهای اقتصادی، ۱۲۱-۱۴۸.
10. Anchor, S., Abdel Karim, R., & Nienhaus, V. (2009). *Takaful Islamic Insurance*. Singapore: John Wiley & Sons Ltd.

11. Jamaldeen, F. (2012). *Islamic Finance For Dummies*. John Wiley & Sons, Inc.
12. Khorshid, A. (2004). *Islamic Insurance: A Modern Approach to Islamic Banking*. London: Routledge Curzon.
13. Swiss Re Ltd Economic Research & Consulting. (2011). *Islamic Insurance Revisited*. Switzerland: Swiss Re Ltd.
14. Swiss Re Ltd Economic Research & Consulting. (2015). *Insurance, Bancassurance and Takaful in the Middle East, Turkey and Pakistan*. Switzerland: Swiss Re Ltd.

The resilience of Islamic banks and conventional banks in the global financial crisis

¹Seyed Hossein Mirjalili, Ph.D

Abstract

Islamic banks had demonstrated significant resilience during the global financial crisis, because of relying on real economic activities, avoiding toxic financial derivatives, and keeping higher liquid assets. However, they were vulnerable afterward in economic crisis. Canadian banks as an example of the most successful conventional banks during both the global financial and economic crisis, also had demonstrated significant resilience, because of institutional setting, prudential regulator, high capital-asset ratio, leverage cap, and conservative mortgage market. Islamic banks can learn from this experience and make a reform on liquidity management, corporate governance and consider the experience of resilient conventional banks.

1 Associate prof., Faculty of Economics, Institute for Humanities, Tehran and former senior advisor to Executive Director, The World Bank Group

1- Introduction

Rapid growth of Islamic banking raised the questions on whether they are resilient to financial crises. There are empirical evidences which support their relative resilience. Farooq and Zaheer(2015,p.1)by using data from Pakistan, where Islamic and conventional banks co-exist, they compared these banks during a financial panic. The results was that Islamic bank branches are less prone to deposit withdrawals during financial panics, both unconditionally and after controlling for bank characteristics. They also found that Islamic bank branches grant more loans during financial panics. Thus, Islamic banking may enhance the stability of the banking system.

In a cross country analysis, Hasan and Dridi (2010) found that during 2008-09, Islamic banks fared better than conventional banks in terms of credit and asset growth. In another study by using the data of 141 countries for the period 1995-2007, Beck, Demirgüç-Kunt et al. (2013) concluded that during the global financial crisis, Islamic banks had a higher intermediation ratio, higher asset quality and were better capitalized and recorded better stock market performance.

These evidences suggest that Islamic banks were resilient to the global financial crisis of 2007-2008. Some conventional banks also were resilient to the crisis. The question is what are the reasons behind their resilience. First, I discuss the probable reasons for the resilience of Islamic banks during financial crisis and then I argue for the resilience of Canadian banks in both, financial and economic crisis. Finally I discuss the lessons that Islamic banks can learn from the experiences.



2- Islamic banks in the Global financial Crisis

During the global financial crisis, Islamic financial institutions had demonstrated significant resilience. It was one of the realities of the global financial crisis that Islamic banks remained stable. The most important reasons behind the resilience of Islamic banks in the crisis are as follows:

First, Islamic banks' mode of financing are more tied to real economy than conventional banks. Musharakah and Mudharabah provide risk sharing and these modes have a link with the real sector. Murabaha , Ijarah and Istisna modes of financing also has related strongly with real sector activities. Murabaha and Ijarah transactions require Islamic banks to know the clients' purpose and use of finance. Thus, it keeps credit tied to real economic activity for each transaction and throughout the tenor of contract. ²While Ijarah, Murabaha and Istisna provide credit, they do so against usufruct, commodity and a future tangible asset. Thus, these modes keep a tab on the ballooning of debt and credit.³

Second, Islamic banks avoided direct exposure to toxic financial derivative products. The portfolio of Islamic banks did not include any collateralized debt obligations (CDOs), credit default swaps (CDSs) and the like which considered toxic⁴ for conventional banks

2 In conventional bank financing the client is not required to disclose the use of funds as long as the client is creditworthy or can post suitable collateral.

3 The practice of tawaruq by some Islamic banks in the Persian Gulf region was loosening the tie of finance with real economic activity. The fatwa of OIC Fiqh Academy on the prohibition of organized Tawaruq targeted that issue.

4 The term toxic assets refers to certain financial assets whose value has fallen significantly and for which there is no longer a functioning market, so that such assets

in the crisis. It means, the lack of exposure to the type of assets associated with most of the losses that many conventional banks experienced during the crisis have shielded Islamic banking from the impact of the crisis.

Third, Islamic banks have kept a larger proportion of their assets in liquid form than conventional banks. That happened mostly for two reasons: (1) Islamic banks do not have access to market liquidity in the form of the interbank market, in a dual banking system, therefore, high liquidity buffers maintained by Islamic banks for risk management purpose. (2) Excess liquidity is also needed by Islamic banks, because investment in the real economy requires some gestation period.⁵

However, Islamic banks and financial institutions affected by economic crisis, followed by financial crisis. As Islamic banks rely mostly on Murabaha financing and invested in the real sector, they suffered during the recession. Moreover, downturn in the real estate markets in which Islamic banks have large exposures is also a source of risk and that made them vulnerable to the effects of economic crisis. Thus, Islamic Banks in some countries faced larger losses compared to their conventional banks. That could be a reason behind higher nonperforming loan ratio for Islamic Banks than that for Conventional Banks in economic crisis that followed by financial crisis. (Hasan and Dridi,2010,p.17)

cannot be sold at a price satisfactory to the holder. The term has become common during the financial crisis of 2007–10, in which they played a major role. Complicated financial assets such as some collateralized debt obligations and credit default swaps falls in this category. These assets are not Shariah compliant and hence Islamic Banks could not invest in them.

5 Salman Syed Ali ,(2011), "Islamic Banking In The MENA Region " , Islamic Development Bank , Islamic Research And Training Institute,pp.34-36



Hasan and Dridi(2010) examined the effects of the Global financial Crisis on Islamic and conventional banks. The key variables used to assess the impact were the changes in profitability, bank lending, bank assets, and external bank ratings. In terms of profitability, Islamic Banks fared better than Conventional Banks in 2008. However, this was reversed in 2009 as the crisis hit the real economy. In terms of asset and credit, Islamic Banks' growth in credit and assets were higher than that of Conventional Banks. In terms of risk assessment of rating agencies, Islamic banks has been better than or similar to that of Conventional Banks. Hence, Islamic Banks showed stronger resilience, on average, during the global financial crisis. However, Islamic banks business model gave rise the adverse impact on profitability in 2008 and 2009. ⁶

All in all, and given the link to real economic activity as a benchmark, we can argue that although Islamic banks had demonstrated resilience in the global financial crisis, but they were not resilient as expected in economic crisis afterward.

3-Conventional banks in the global financial crisis: Case of Canada

Canadian banks had demonstrated significant resilience during the 2007/2008 financial crisis as compared to banks in other countries. Canada was the only G7 country that did not have a government bank bailout. Canadian banks remained profitable throughout the crisis.⁷

6 .Maher Hasan and Jemma Dridi,(2010),”The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study”, IMF working Paper, WP/10/201, p.7

7 According to the International Monetary Fund, USA has almost 7,000 chartered

In 2007 and 2008, no Canadian financial institutions failed. There were no government bailouts of insolvent firms. Canada was the only G-7 country to avoid a financial crisis. For the last six years (leading to 2013), the World Economic Forum has ranked Canada first among more than 140 countries in banking stability.(P.22)⁸

The most important reasons for the resilience of the Canadian banks during the financial crisis are as follows:

First: Institutional setting: The relative stability of the Canadian banks in the crisis compared to the United States is due to institutional foundations laid in place in the early 19th century in the two countries. The Canadian banking system could absorb the key sources of systemic risk—that is, the mortgage market and investment banking—and was tightly regulated by one overarching regulator. In contrast the relatively weak, fragmented, and crisis prone U.S. banking system that had evolved since the early nineteenth century, led to the rise of securities markets, investment banks and money market mutual funds (the shadow banking system) combined with multiple regulatory authorities. The consequence was that the systemic risk that led to the crisis of 2007-2008 was not contained.⁹

banks, while Canada has just 80 banks, six of which hold 93 percent of the market share. It has a single overarching financial regulator, the OSFI, which oversees financial institutions such as banks, mortgage lenders, insurance companies, pension funds. Securities markets are regulated by Canada's 13 provincial and territorial governments, but their regulations are largely harmonized.

8 Renee Haltom,(2013),”Why was Canada Exempt from the financial Crisis?”, Economic Focus, Fourth Quarter,p.22

9 Michael, Bordo, Angela Redish and Hugh Rockoff,(2011),”Why didn’t Canada have a banking crisis in 2008(or in 1930 or 1907 or...)?”,NBER working paper series17312, p.30

Second: prudential bank regulator: Office of the Superintendent of financial institutions(OSFI) is a single financial regulator in Canada that works with banks to anticipate and mitigate risks. It has the power to issue guidance and interpretations of guidance, and to bring about compliance with these. OSFI has principles-based supervisory approach.

Third: Capital-asset ratios: Canadian banks were required by OSFI to be well capitalized. OSFI requires Canadian banks to hold 7% of Tier 1 capital and 10% total capital, above the Basel II requirements of 4% and 8%. Canadian Tier 1 requirements were the highest among the G7. Moreover OSFI insists on high quality Tier 1 capital: 75% or more must be common equity. Single name exposures are limited to 25% of regulatory capital.

Therefore, an adequate level of bank capital relative to assets, which was important in Canada, has been recognized as important. The emphasis on common shares in Tier 1 capital has been contributed to the resilience of Canadian banks.¹⁰ The Basel Accord requires internationally active banks to hold tier 1 capital of at least 4 percent and total capital of at least 8 percent of risk weighted assets. Canada imposed capital requirement target that are higher than the Basel minima: tier 1 capital of 7 percent and total capital of 10 percent.(p.16) In addition, Canadian capital regime requires that at least 75% of tier 1 capital is formed of common equity, and restricts innovative instruments to 15 percent of tier 1 capital.

In addition to risk-based capital, Canada uses an assets-to-capital multiple (inverse leverage ratio) calculated by dividing the insti-

10 Tony Porter,(2010),“Canadian Banks in the financial and Economic Crisis”, Mc-Master University, pp.3-7

tution's total assets by total (tiers 1 and 2) capital. The maximum multiple is set at 20 (leverage ratio of 5%). Exemptions for the multiple of up to 23 may be granted on an individual basis by OSFI. (p.16)¹¹

Canada has one of the most restrictive capital adequacy regulatory standards in the world in risk-weighting, allowable capital deductions, and definitions of permissible regulatory capital.(p.30)¹²

Fourth: Leverage cap: Canada regulator imposed leverage caps on its banks. OSFI included some off-balance sheet exposures in its definition of assets that the US did not, including credit derivatives. The Canadian leverage cap was a maximum asset to capital (Tier 1 and 2) ratio of 20. The leverage ratio, which provides a more constraint on banks than the Basel II regulations on capital-asset ratios, contributed in its resilience.

Fifth: Conservative mortgage markets: A 2009 IMF staff report on Canada noted that "Only 5 percent of mortgages are nonprime and only 25 percent are securitized (compared with 25 percent and 60 percent, respectively, in the United States).The Canadian non-prime market was terminated in 2008 when the Canadian Mortgage and Housing Corporation stopped insuring such mortgages. ¹³Legally, defaulting on loans is more difficult in Canada than the US.

11 Lev Ratnovski and Rocco Huang,(2009),"Why are Canadian Banks more resilient?",IMF Working Paper, WP/09/152, p.16

12 "Crisis-Proofing financial integration: Canada", Golden Growth, Country Benchmarks, p.30

13 Tony Porter,(2010),"Canadian Banks in the financial and Economic Crisis", McMaster University, p.7



4- What Islamic banks can learn

Although the global financial crisis gave Islamic Banks an opportunity to prove their resilience, but economic crisis highlighted the need to address the challenges of Islamic banks in the downturn. It also provided an opportunity to learn from successful experiences of conventional banks during both financial and economic crisis. Some important areas of learning for Islamic banks are as follows:

First: The crisis underscored the importance of liquidity risk management. While Islamic Banks rely more on retail deposits and, hence, have more stable sources of funds, they face fundamental challenges when it comes to liquidity management. Some Islamic banks have addressed this issue by keeping a liquid balance sheet, but with less profitability. Although, this approach to liquidity has mitigated risks during the crisis, but Islamic banks need to enhance their ability to manage their liquidity, through for example by improving the Sukuk market.

Second: The crisis has led to greater recognition of the importance of institutional setting. The existence of higher Non-Performing Loan (NPL) for Islamic banks than conventional banks, is due to a weakness of institutional setting. Islamic banks need to enhance their corporate governance and Institutional quality.

Third: Canadian's banks resilience is a good example for the Islamic banks to consider for the financial reforms in the wake of the global crisis. Islamic banks may consider leverage cap, higher capital adequacy requirement and conservative derivative market.

For Islamic banks, it is crucial opportunity to learn and make

the necessary reforms, before the next financial or economic crisis occurs. As Asian economies were more resilient during the global financial crisis of 2007-2009, because they learned from Asian crisis of 1997 and conducted the necessary reforms. Islamic banks authorities need to be aware that the global financial crisis of 2007-2009 and economic crisis afterward were not the last crisis. Therefore they have to prepare and mobilize for the next ones.

5- conclusion

Islamic banks were relatively resilient during the financial crisis of 2007-2009, however they were vulnerable in economic crisis occurred thereafter. Canadian banks as an example of conventional banks had demonstrated resilience during both financial and economic crisis, because of institutional, regulatory and financial factors. Islamic banks can learn from this experience in liquidity management, institutional quality and prudential regulations.

References

1. 1- Ali , Salman Syed ,(2011), "Islamic Banking In The MENA Region " , Islamic Development Bank , Islamic Research And Training Institute.
2. 2-Hasan, Maher and Jemma Dridi,(2010),"The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study", IMF working Paper, WP/10/201
3. 3- Tony Porter,(2010),"Canadian Banks in the financial and Economic Crisis", McMaster University
4. 4- Lev Ratnovski and Rocco Huang,(2009),"Why are Canadian Banks more resilient?","IMF Working Paper, WP/09/152
5. 5-Renee Haltom,(2013),"Why was Canada Exempt from the financial Crisis?", Economic Focus, Fourth Quarter.
6. 6-"Crisis-Proofing financial integration: Canada", Golden Growth, Country Benchmarks.
7. 7-Bordo,Michael, Angela Redish and Hugh Rockoff,(2011),"Why didn't Canada have a banking crisis in 2008(or in 1930 or 1907 or...)?",NBER working paper series, No.17312
8. 8-Farooq, Moazzam and Sajjad Zaheer,(2015),"Are Islamic Banks more resilient during financial panics?", IMF working paper,WP/15/41
9. 9-Beck, T., A.Demirguc-Kunt and o.Merrouche,(2013),"Islamic Vs. conventional banking: business model, efficiency and stability", Journal of banking and finance, Vol.37

