«بســـــم الله الرحمـــن الرحیـــــم»

نخستین همایش مالی اسلامی در ایران، تهران ، دانشگاه ازهراء –زمستان ، دی ماه ۱۳۹۴

امکان سنجی وکاربرد ابزارهای مالی اسلامی درمدیریت ریسک های نقدینگی و نقدشوندگی اوراق بهادار بازارهای پول وسرمایه ایران

دکتر فریدون رهنمای رودپشتی
عضو هیأت موسس انجمن مالی اسلامی ایران
عضو هیأت موسس انجمن مهندسی مالی ایران
استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم وتحقیقات، دانشکده اقتصاد و مدیریت، تهران، ایران.
E-mail: rahnama.rodposhti@gmail.com
حسین اسلامی مفیدآبادی
دانشجوی دکتری مدیریت مالی دنشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم وتحقیقات، دانشکده اقتصاد و مدیریت،تهران،ایران.
E-mail: Hosseineslami62@gmail.com

زمستان ۱۳۹٤ دانشگاه ازهراء –تهران دی ماه ۱۳۹٤

مقدمه

نهادهای مالی از دیر باز نقش به سزایی در توسعه و رشد اقتصادی کشورها داشته اند(باقری،۱۳۸۶،صص ۳-۲۶). براین اساس، مؤسسات مالی بخشی از سیستم کلان مالی هستند و سیستم های مالی نیز یکی از مهم ترین اجزای نظام اقتصادی است. مؤسسات مالی به مجموعه ای از واسطه ها در بازار پول و سرمایه گفته می شود 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 می دهند.

این مؤسسات با فراهم کردن خدمات لازم برای پرداخت، تجهیز منابع، پس انداز، تخصیص اعتبار و ایجاد زمینه لازم برای دست اندرکاران در بازارهای مالی برای مقابله با خطرات تجاری و نوسانات قیمت فعالیت های اقتصادی را تسهیل می کنند و وضع اقتصاد عمومی را تغییر می دهند. این مؤسسات قادرندتخصیص منابع را بهبود بخشیده و زمینه افزایش کارایی فعالیت کارفرمایان اقتصادی و واحدهای تولیدی را به وجود آورند(مجتهد وحسن زاده،۱۳۸۴،ص۱۶۲و۱۶۳).

الف). مسأله ریسک نقدینگی

در دهه ۱۹۹۰، میلادی همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معامله های مالی به وسیله بانک های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه نیز قوت گرفت. ارسلان طریق(Arsalan Tariq,2007) سابقه ایده-های ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به حق و عباس (1999 Haque & Abbas,)، قحف(1997 Kahf,)، الگاری(1997 Elgari,) و زرقا(1997 Zarqa,) نسبت می‌دهد(Arsalan Tariq & Dar, 2007: 204- 206)(به نقل از سروش،۱۳۸۷). نکته مهم در این ابزارها مدیریت بر نقدینگی بوده است. شایان ذکر می باشد 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).

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

ردیف	نام و نام خانوادگی محقق و سال انجام تحقیق	عنوان تحقیق	نتایج تحقیق
۱	بانک مرکزی مالزی(۱۹۹۴)	اوراق بدهی خصوصی اسلامی مالزی	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 ۸/۱۳ میلیارد رینگیت برآورد می شد(عزیزی،۱۳۸۷).
۲	بانک مرکزی سودان(۱۹۹۸)	گواهی مشارکت سودان (گواهی مشارکت بانک مرکزی)	بانک مرکزی سودان در سال ۱۹۹۸، "گواهی مشارکت بانک مرکزی" را منتشر ساخت. 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 غیر مستقیم تنظیم نقدینگی ،در نظام بانکی استفاده می کند(عزیزی،۱۳۸۷).
3	بانک مرکزی سودان(۱۹۹۹)	گواهی مشارکت سودان (گواهی مشارکت دولتی)	در سال ۱۹۹۹ وزارت دارایی سودان، ابزار دیگری طراحی و معرفی کرد که آن را "گواهی مشارکت دولتی" نامید و آن نیز ابزارمالی 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).

ب). مسأله ریسک نقدشوندگی

امّا **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. همچنین، افراد بسیاری به مطالعه این بخش از ریسک دارایی های مالی بخصوص در بازار سهام پرداخته اند و نتایج متفاوتی را ارائه داده اند(یحیی زاده فر وخرمدین،۱۳۸۷). البته از بین تحقیقات مرتبط در این رابطه می توان به تحقیقات انجام شده توسط آمیهود و مندلسون(۱۹۸۶)، فاما وفرنچ(۱۹۹۳)، داتار نایکو رادکلیف(۱۹۹۸)، چوردیا(۲۰۰۱)، آمیهود(۲۰۰۲)، پاستورواستا باغ(۲۰۰۳)، بیکرواستین(۲۰۰۳)، چان و فاف(۲۰۰۳)، عمری، زیانی ولوک(۲۰۰۴)، داموداران(۲۰۰۵)،آچاریا و پدرسن(۲۰۰۵)، پیکوئریا(۲۰۰۵)، چن(۲۰۰۵)، لانگستاف(۲۰۰۵)، مارشال ویانگ(۲۰۰۵)، مارتینز نیتوو تاپیا(۲۰۰۵)، ایکپو ونورلی(۲۰۰۵)، بروتولوتی(۲۰۰۶)، دوسکار(۲۰۰۶)، مارسلو و میرالس وکوییروس (۲۰۰۶)، ژیدا(۲۰۰۶)، لیو(۲۰۰۶)، چانگ و همکارانش(۲۰۱۰)، و در ایران هم به مطالعات یحیی زاده فر وخرمدین(۱۳۸۷)، را اشاره نمود. همچنین، شایان ذکر می باشد که موضوع نقدشوندگی به عنوان یک عامل تعیین کننده بازده سهام در اواسط دهه سال ۱۹۸۰ مطرح گردید(Chan, H., Faff, R.,2003).

– مسأله ریسک نقدشوندگی

نقد شوندگی تاثیر جریان سفارش را برقیمت منعکس می سازد. این تاثیر می تواند بصورت تخفیف که یک فروشنده می دهد یا پاداشی که یک خریدار هنگام اجرای سفارش بازار دریافت می کند، مشاهده گردد(Glosten, L.R. and P.D. Milgrom.,1985). البته در تحقیقات گذشته موضوع نقدشوندگی بطور کلی این پرسش که آیا نقدشوندگی می تواند بازده دارایی را تحت تاثیر قرار دهد یا خیر تا کنون بطور کامل و با اطمینان پاسخ داده نشده است(به نقل از یحیی زاده فر وخرمدین،۱۳۸۷). همچنین، در این خصوص می توان بیان نمود که نتایج تحقیق نشان می دهد که عامل نقد شوندگی بر بازده دارایی موثر است و سرمایه گذاران همواره آن را مورد توجه قرار می دهند(Omri, Zayani& Loukil.,2004).

جدول (۲): مطالعه ی تطبیقی انجام شده بر روی مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازارسرمایه

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)	به زعم انان عدم نقدشوندگی به کمک هزینه معامله فوری معامله اندازه گیری میشود(Amihud, Y. &Mendelson, H.,1986).
۲	داتار نایک و رادکلیف (۱۹۹۸)	نقدینگی و بازده سهام: یک آزمون جایگزین	داتار نایک و رادکلیف (۱۹۹۸) نسبت گردش را که آمیهود و مندلسون در سال(۱۹۸۶) پیشنهاد نموده اند، بعنوان شاخصی برای نقدشوندگی استفاده کرده اند.آنها دریافتند که نقدشوندگی نقش معنی داری در توضیح تغییرات برش عرضی بازده سهام دارد.آنها از عوامل کنترلی مانند اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و بازده بازار به عنوان عوامل نقدشوندگی استفاده نموده اند(Datar, V, naik, N. & radkliffe, R.,1998).
۳	آمیهود (۲۰۰۲)	عدم نقدینگی و بازده سهام: سطح مقطعی و اثرات سری های زمانی	آمیهود (۲۰۰۲)، نیز در تحقیق خود اعلام نمود که عدم نقدشوندگی مورد انتظار بازار دارای رابطه مثبت با مازاد بازده پیش بینی شده سهام است. او در تحقیق خود ادعا نموده است که بخشی از مازاد بازده مورد انتظار را می توان بوسیله صرف عدم نقدشوندگی بیان نمود. او نسبت قدر مطلق بازده سهام به حجم معاملات بر حسب دلار را معیار عدم نقدشوندگی در تحقیق خود مورد استفاده قرار داد. او ادعا نموده است که عدم نقدشوندگی تاثیر بیشتری بر صرف سهام شرکت های کوچک دارد(Amihud, Y.,2002).

جدول (۲): مطالعه ی تطبیقی انجام شده بر روی مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازارسرمایه

ردیف	نام و نام خانوادگی محقق و سال انجام تحقیق	عنوان تحقیق	نتایج تحقیق
۴	فاما و فرنچ (۱۹۹۲)	سطح مقطعی بازده مورد انتظار	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 ها با نسبت ارزش دفتری پایین(سهام رشدی)، بازده کمتری را ایجاد می کند. آنها همچنین گزارش نمودند که رابطه مثبت بین بتا مورد استفاده در مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه گذاری 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 گذاری ناسازگار است(Fama, E. and K. French.,1992).
۵	فاما و فرنچ (۱۹۹۳)	عوامل ریسک مشترک در بازده سهام و اوراق قرضه	همچنین، فاما و فرنچ (۱۹۹۳) نیز معتقدند که اندازه شرکت به عنوان شاخص نقد شوندگی اثر منفی و معنی داری بر بازده شرکت ها دارد .آنها اعلام نمودند که شرکت هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا(پایین) است، بطورکلی 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 هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (سهام رشدی) در نظر می گیرند. چنان چه نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار کاهش یابد، سهام مورد نظر دارای ریسک بیشتری خواهد بود. زیرا تغییرات بازده افزایش مییابد(Fama, E. and K. French.,1993).

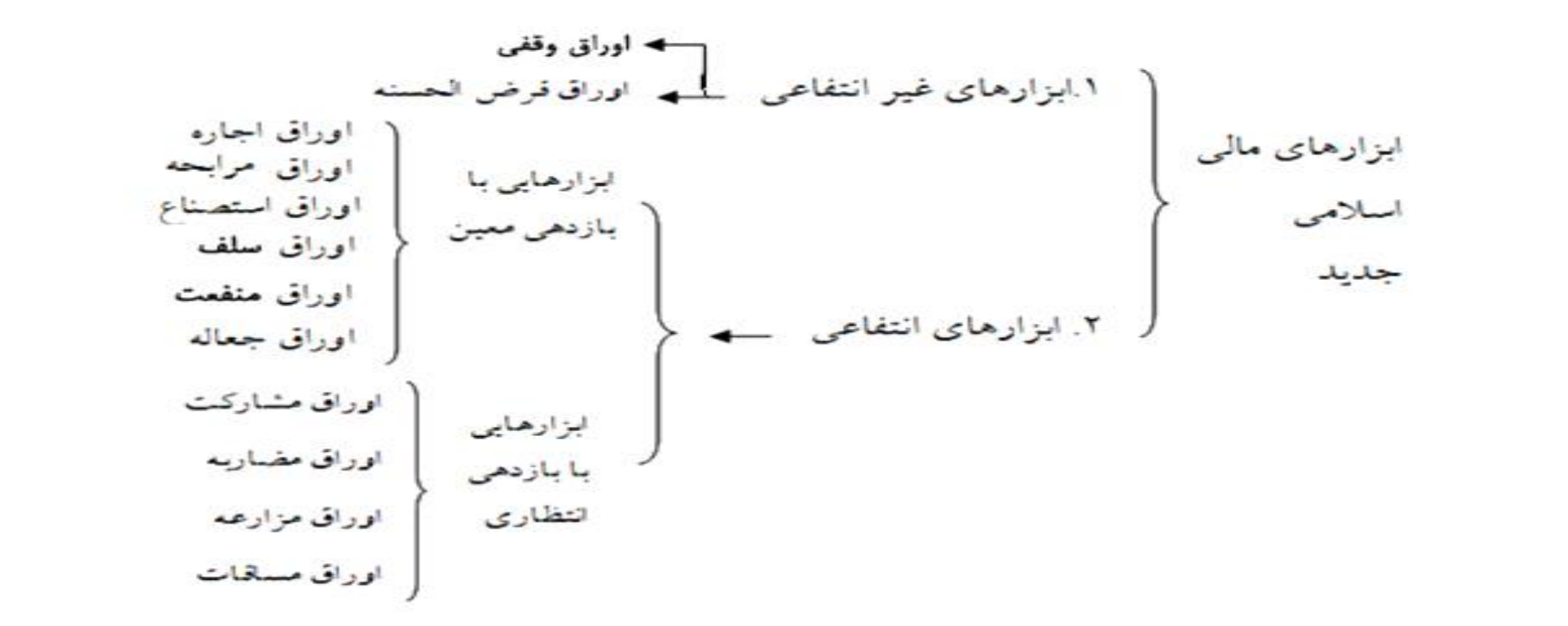
صکوک اسلامی

دایرهٔ المعارف قاموس عام لکل فن و مطلب درباره 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 به‌کار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به‌صورت عام و بر سند اقرار به مال به‌صورت 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 صک‌الوکالهٔ به معنای وکالت‌نامه و صک‌الکفالهٔ به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است» (نجفی، ۱۳۸۵).

ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صُکوک):

صُکوک جمع صِک به معنای سند و سفته است و مُعَرّب 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 (۱)، نشان داده شده اند.

ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صُکوک)



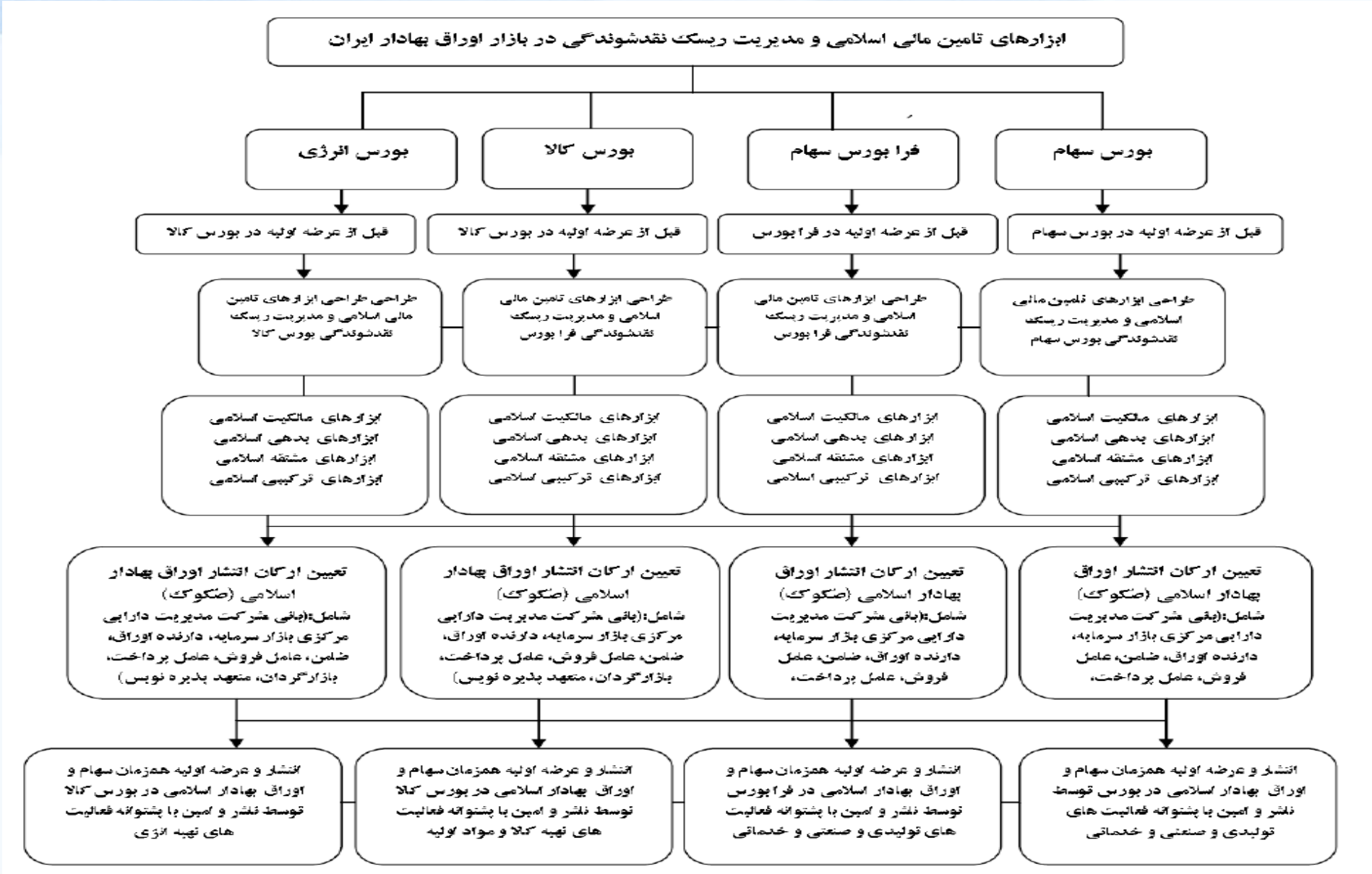
نمودار ۱- ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صُکوک)

منبع: (http://sukuk.ir/index.php)

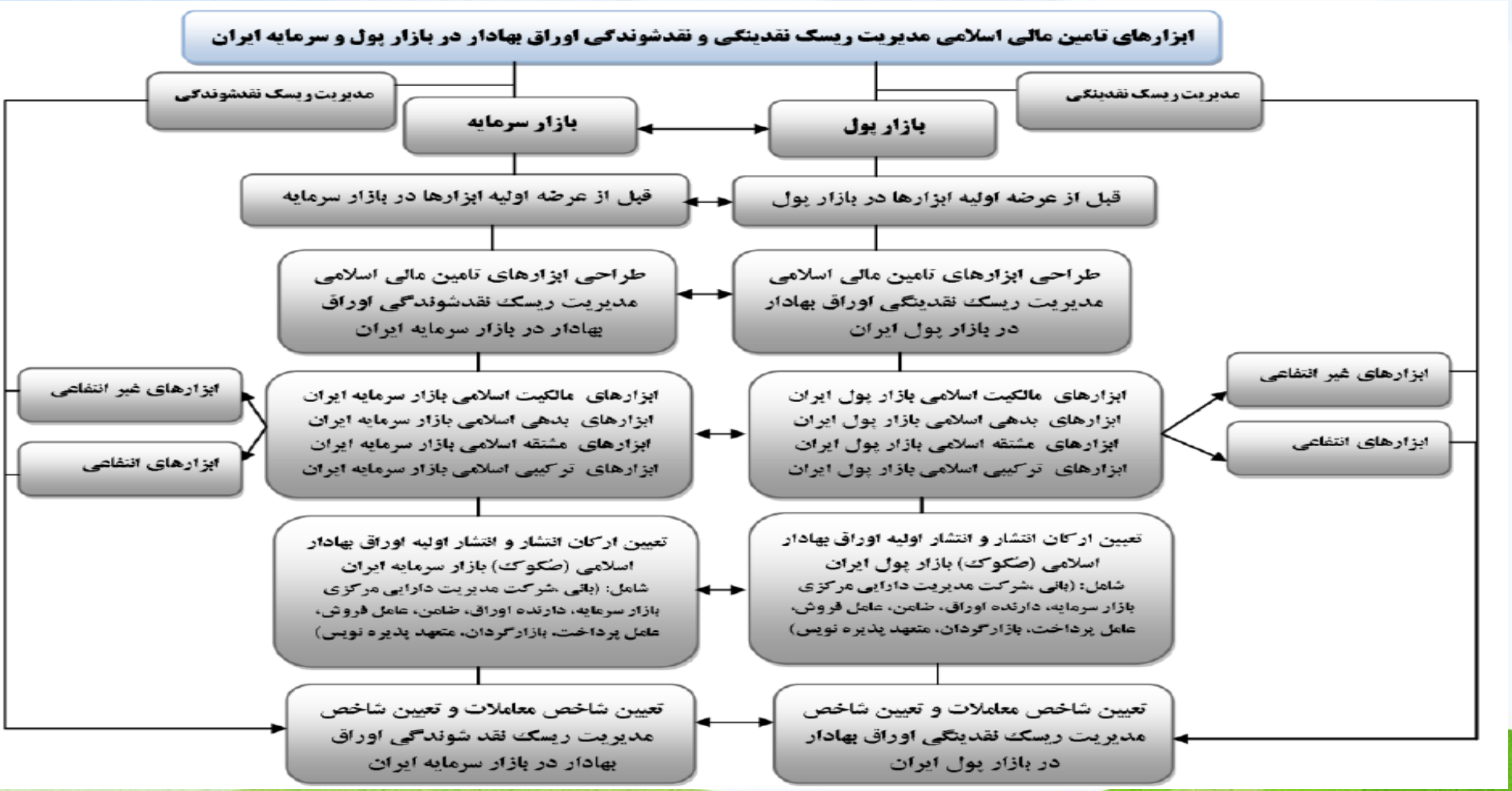
نمودار ۲– مدل پیشنهادی ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی در بازار پول ایران

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

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



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



توضیح وتفسیر مدل پیشنهادی ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازار پول و بازار سرمایه ایران

بر اساس نمودار شماره (۲) و نمودار شماره (۳) م نمودار (۴) به ترتیب ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی در بازار پول ایران و مدل پیشنهادی ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران، را می توان آن را در چند بخش و سطر توضیح داد. به طوری که در سطح هدف: ابزارهای تامین مالی اسلامی و مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی برای اوراق بهادار بازار پول و سرمایه، و در سطح اول: تفکیک بازار اوراق بهادارایران، در سطح دوم: انتخاب ابزارهای مالی اسلامی بازار پول و سرمایه، ایران، در سطح سوم: انتخاب نوع 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، می باشد. در سطح هدف به انواع ابزارهای تامین مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه ایران، که می تواند با رعایت جنبه های شرعی اسلام بوجود بیاید، اشاره می کند.

توضیح وتفسیر مدل پیشنهادی ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدشوندگی در بازار پول و بازار سرمایه ایران

البته باید در نظر داشت که انتشار این اوراق را قبل از عرضه اولیه در بازار پول و سرمایه ایران، و با فرض تفکیک کارکرد آنها دنبال نمایند. تا جایی که تمام مشکلات شرعی مربوط به آن توسط اندیشمندانی که اصول شرعی را خوب می دانند یا خوب مطالعه کردند؛ رفع گردیده تا در سطح دوم یا همان انتخاب ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه ایران، طراحی های مربوط به ابزارهای تامین مالی اسلامی جهت مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی برای اوراق بهادار بازار پول و سرمایه، انجام شود. سپس به سطح سوم، یعنی انتخاب نوع ابزارهای مالی اسلامی در راستای مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی برای اوراق بهادار بازار پول و سرمایه، را انجام و بعد آن هم در سطح چهارم برای انتخاب نوع ابزارهای مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه، اقدامات لازم و ضروری را در این مرحله و در نهایت به سطح پنجم در جایی که تعیین ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صُکوک)که شامل:(بانی ،شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، دارنده اوراق، ضامن، عامل فروش، عامل پرداخت، می باشد؛ را تعیین نموده و می توان انتظار داشت که با این فرایند براساس ابزارهای تامین مالی اسلامی در ریسک نقدینگی و نقدشوندگی برای اوراق بهادار بازار پول و سرمایه، موثر واقع شود. همچنین، در نمودار شماره (۴)، فرایند مشترک ارایه ابزارهای تامین مالی اسلامی و مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار پول و سرمایه ایران، ارایه شده است.

نتیجه گیری

یکی از مهمترین موضوعات در هر جامعه ای، توجه به الگوها و مدل ها و ابزارهای مفهومی و عملیاتی آن جامعه برای نیل به اهداف مدیریتی آن جامعه می باشد. در این خصوص با توجه به موارد فوق، در ایران هم همانطور که در بخش قبل بیان گردید طبق (ماده ۸۳ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران ۱۳۹۴ -۱۳۹۰)، براساس الف آن قانون 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. بنابراین، در این پژوهش کاربرد ابزارهای تامین مالی اسلامی در مدیریت ریسک نقدینگی و نقدشوندگی در بازار 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 قرا گرفتند. همچنین، در انتها هم دو مدل مجزاء 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 ساز و کارهای مالیه ی اسلامی باشد، ارایه شده است.

«پایان»

با تشکر از توجه و عنایت شما حضار محترم و گرامی
نخستین همایش مالی اسلامی