



مقدمه :

بازار بدهی بخش جدایی ناپذیر بازارهای مالی و منشاء تهیه ذخایر مالی به وسیله شبکه بانکی است. در اقتصادهای نوظهور بازارها در گام های ابتدایی برای توسعه و پیشرفت خود هستند. قوانین اسلامی (شریعت) مطالبه و پرداخت بهره را منع کرده است. بنابراین در کشورهایی که جمعیت مسلمان آن ها غالب است، بازارهای بدهی سنتی نمی تواند رشد کند. بنابراین تقاضا و نیاز بالایی برای جایگزین بازارهای بدهی سنتی وجود دارد، بازارهایی که بدهی در آن ها مطابق قوانین اسلامی قابل پذیرش باشد.

در بازارهای مالی اسلامی نرخ بهره بیرون رانده می شود و سایر اشکال معمول ابزارهای مشتقه نیز قابل دسترسی نبوده و طبق قوانین اسلامی نیز مجاز شمرده نمی شود. بنابراین اخیراً شاهد رشد سریعی در رونق بازار چند میلیون دلاری ابزارهای مالی مورد پذیرش شریعت بوده ایم. این ابزارهای مالی که به صورتی پیوسته توسط دولت های اسلامی و شرکت های با ساختار مورد پذیرش در قوانین اسلام مورد استفاده قرار گرفته است، به عنوان صکوک شناخته می شود.

صکوک به عنوان اوراق بهادار با پشتوانه مالی تعریف می شود که باید خود دارای ارزش باشد و نمی تواند براساس فعالیت های سفته بازی و سوداگرانه به سود آوری پردازد. فعالیت هایی که بدون ایجاد ارزش افزوده و انجام کار صورت می گیرند، و مشارکتی نیز در مخاطرات سرمایه پذیر نداشته و تنها به کسب سود بسنده کرده و در واقع از معامله پول به ایجاد منفعت می پردازند از نظر دین اسلام مشروع شمرده نمی شود

صکوک

جایگزینی برای ابزار مشتقه در بازار های مالی اسلامی

دکتر ابوالفضل شهرآبادی

(عضو هیات علمی دانشگاه آزاد زنجان)

dr.shahrabadi.googlepages.com

نeda bashiri

(کارشناس ارشد مدیریت مالی، ناظر معاملات بورس استان قزوین)

neda.bashiri.googlepages.com

و مسلمانان نیز رغبتی بر انجام آن ندارند.

انواع صکوک:

یک دسته بندی کلی از صکوک بدین شکل است:

۱- صکوک اجاره:

این گواهی ها دقیقاً بر پایه یک دارایی مستقل که در ترازنامه آمده است انتشار می یابد. دارایی ها می توانند بخشی از زمین اجاره ای یا تجهیزات اجاره ای مانند هواپیما یا کشتی باشند. بازدهی ناشی از اجاره دادن این اموال می تواند ثابت بوده یا مطابق با شرایط ناشر به صورت شناور باشد.

۲- صکوک مرکب:

استصناع و مراحجه نیز همانند صکوک اجاره متضمن دریافت هایی برای سرمایه گذار است.

اوراق صکوک مرکب دارای نرخ بازدهی از پیش تعیین شده می باشند چراکه درآمد مورد انتظار سرمایه گذار در آن لحاظ شده و کلیه عملیات مربوط به طرح یک پروژه سرمایه گذاری مربوط به ساخت یک کالا یا خرید کالای آماده و زمان به انجام رسیدن و بازدهی به اطلاع سرمایه گذاران رسیده است.

۳- صکوک قابل باز خرید با نرخ متغیر

۲ نوع اوراق قرضه ای که ذکر شد تا اندازه ای قدرت ترازنامه ناشر را منعکس می ساخت.

در برخی موقعیت ها نقش صکوک نشان دادن قدرت تام و تمام ترازنامه موسسه ناشر می باشد تا بتواند از این قدرت بهره برداری کند. در حال حاضر تعدادی از شرکت ها به طرف نوعی از صکوک متمایل شده اند که گواهی مشارکت تامین مالی دوره ای یا (MTFCs) نامیده می

شود. در این نوع قرارداد صکوک تامین مالی

بر عهده سرمایه گذاران قرار می گیرد که به

نسبت سرمایه خود در سود شریک می

شوند. در بسیاری از مواقع اصل سرمایه

توسط موسسه ناشر تضمین نمی شود و

می توان گفت ضمانت اصل سرمایه در

تاریخ سر رسید در این نوع قرارداد حالتی

داوطلبانه دارد. اما نکته قابل توجه در این

زمینه نرخ متغیر این نوع صکوک است که

بازدهی ثابت نداشته و نرخ بازدهی آن متغیر می

باشد.

۴- سلف:

در بازارهای مالی اسلامی قرارداد سلف تا حد زیادی جای خالی "فیوچرز" را پر می کند. در شرع اسلام پیش خرید عنوان

جنسی که تاکنون تولید نشده و از شرایط آن اطلاعاتی در دست نیست به دلیل آنچه "غرر" نامیده شده و موجب خطر مالی برای هر یک از طرفین معامله می باشد ممنوع اعلام شده است. اما در سلف مشکل "فیوچرز" حل شده است و اسلام قراردادهای آتی را تا آنجایی مشروع و آزاد می داند که در مورد میزان و کیفیت، اطلاعات شفاهی وجود داشته باشد امروزه در بازارهای اسلامی کالاهایی که در قراردادهای آتی، در بازارهای غیر اسلامی معامله می شود از طریق سلف قابل تهیه می باشد. مواردی مانند گندم، چرم، فلزات، نفت و دیگر انواع انرژی و محصولات کشاورزی.

«سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی» با توجه به ضرورت ایجاد منفعت و بازدهی در ابزارهای مالی اسلامی که عمدتاً پشتوانه دارایی نیز دارند، سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی Accounting and Auditing Organization در نوامبر ۲۰۰۲ (AAOIFI)

طرح آشکاری را مربوط به استانداردهای شریعت دریاب صکوک* انتشار داد. استاندارد شماره ۱۸ در صفحه ۴ استانداردهای شریعت، این گونه آمده است:

"صکوک سرمایه گذاری، گواهی هایی با ارزش برابر را نمایان می سازند که بعد از پایان پذیره نویسی و دریافت ارزش گواهی ها توسط ناشر، منابع کسب شده برای استفاده در طرحی که برنامه ریزی شده به همراه حق متعارف در دارایی های مشهود، منفعت اموال و خدمات یا سود برگشت شده از پروژه یا سرمایه ناشی از فعالیت در سرمایه گذاری خاص، قرارداد می شود."

این سازمان استانداردهایی را برای ۱۴ نوع مختلف از صکوک منتشر کرده است.

۱- گواهی مالکیت بر دارایی های اجاره ای (صکوک اجاره) هدف از انتشار این اوراق (صکوک اجاره) فروش دارایی اجاره ای و سپس، گرفتن ارزش آن از طریق پذیره نویسی و انتقالش به افراد دیگر است. در این شرایط، دارندگان صکوک اجاره به عنوان مالکان آن دارایی محسوب می شوند.

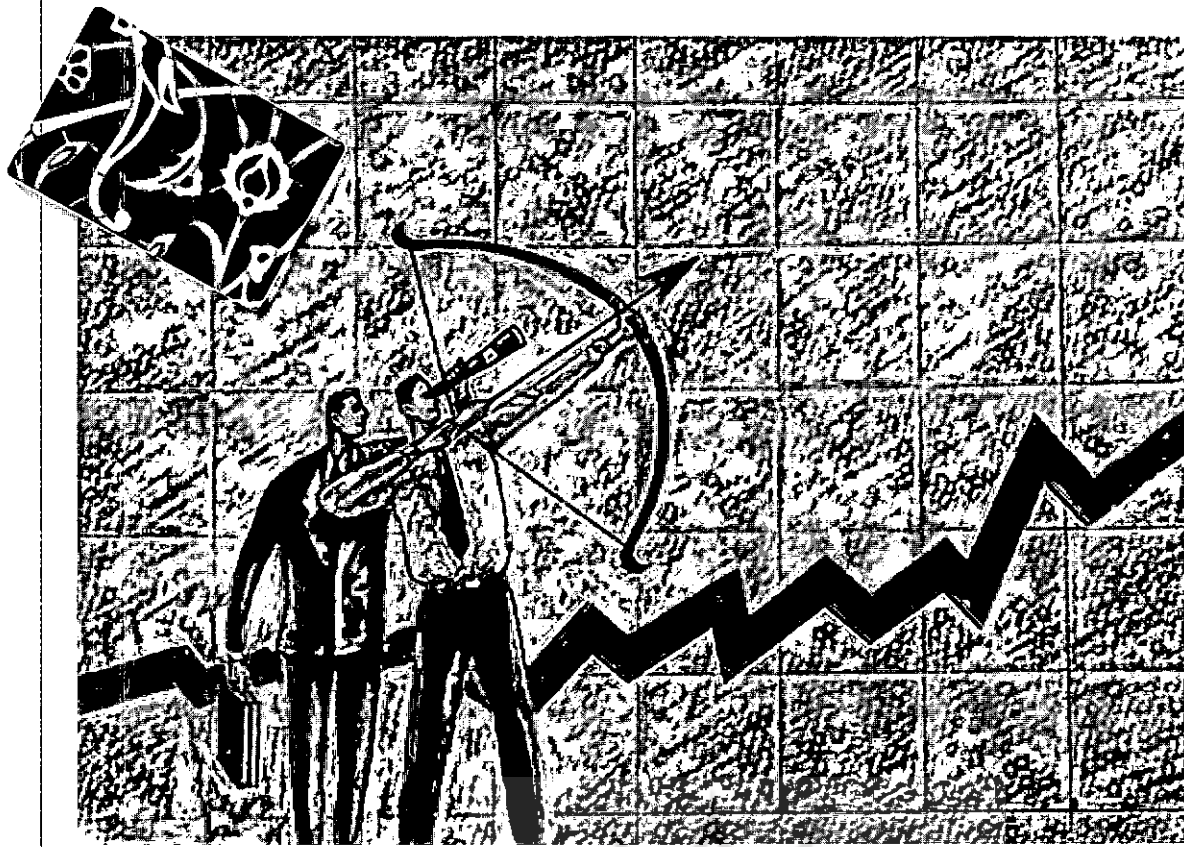
۲- گواهی مالکیت در حق استفاده

که خود شامل این موارد می باشد:

- ۱- ۲- گواهی مالکیت بر حق استفاده دارایی های موجود
- ۲- ۲- گواهی مالکیت بر حق استفاده از دارایی هایی که

صکوک به عنوان اوراق بهادار یا پشتوانه مالی تعریف می شود که باید خود دارای ارزش باشد و نمی تواند بر اساس فعالیت های سفته بازی و سوداگرانه به سود آوری بپردازد

در شرع اسلام پیش خرید عنوان جنسی که تاکنون تولید نشده و از شرایط آن اطلاعاتی در دست نیست به دلیل آنچه "غرر" نامیده شده و موجب خطر مالی برای هر یک از طرفین معامله می باشد ممنوع اعلام شده است



۸- گواهی مساقات

۹- گواهی مفارسه

۱۰- گواهی امتیاز بهره برداری

بازار صکوک طی هفت سال گذشته بسیار پیشرفت کرده است. ابتدا بحرین برگه های صکوک اجاره را که دولتی بودند منتشر ساخت که نرخ بهره ثابت داشتند و سپس اقدام به انتشار صکوک سلف کرد. این کار با انتشار صکوک اجاره با نرخ بهره شناور ادامه یافت که عملاً دو طرف قرارداد یعنی شرکت و مردم و یا حکومت و مردم را با یکدیگر شریک می کرد. این اوراق صکوک بر سلف، اجاره، استصناع، استصناع با اجاره و بر مبنای دارایی های مشترک پایه گذاری شد.

اندازه فعلی بازار صکوک در دنیا بالای ۵۰ میلیارد دلار با رشد بیش از ۱۰ درصد در سال برآورد می شود. معمولاً برآوردها شامل اوراق صکوک سلف بحرین و اوراق قرضه اسلامی دولت مالزی نمی شود اوراق صکوک سلف بحرین ماهی یک بار منتشر می شود و قابل معامله هم نیست. سلف یکی از بزرگترین انتشارهای صکوک را می توان در گواهی هایی نشان داد که به مبلغ ۷۵۰ میلیون دلار توسط بانک اسلامی دویبی در ژوئن ۲۰۰۴ برای خدمات هوایی کشوری امارات متحده عربی (Department of Civil Aviation (DCA) انتشار یافت که به منظور تامین وجه توسعه فرودگاه بین المللی دویبی صورت گرفت.

در آن هنگام شمار پائین انتشار صکوک مانع از ایجاد قدرت

قرار است در آینده براساس سفارش ساخت تولید شوند.

۲-۳- گواهی حق استفاده از خدمات یک تولید کننده

خاص

چنانچه تولید کننده خاصی، امکاناتی در اختیار دارد و قصد دارد در آینده اقدام به ارائه سرویس و خدمت کند، می تواند در آغاز کار، اقدام به انتشار صکوک کند. در این حال مالکان صکوک می توانند در آینده از خدمات ارائه شده آن مورسسه استفاده کنند. ارزش صکوک منتشره منعکس کننده ارزش این خدمات برای مالکان و امتیاز آن‌ها در حق استفاده از این خدمات خواهد بود.

۲-۴- گواهی حق استفاده از خدمات در آینده، براساس

قرارداد منعقد کنونی

که درست همانند بالا تعریف می شود اما در آن دیگر تولید کننده خدمات، فرد خاصی نمی باشد.

۳- سلف

در این قرارداد دارندگان صکوک منتشره، مالکیت تولیداتی را که در آینده تحویل می شود، دارا هستند.

آنچه که گاهی سلف خری نامیده می شود را با شرایط ویژه می توان در این رده قرار داد.

۴- گواهی استصناع

۵- گواهی مراهجه

۶- گواهی مشارکت

۷- گواهی مزارعه

تقدشوندگی بالا در این دارایی های مالی می شود بنابراین سرمایه گذاران نیز متمایل به نگهداری اوراق خود می شوند. با افزایش شمار شرکت های بزرگی که اقدام به انتشار صکوک کردند، بازار ثانویه صکوک نیز به سمت افزایش معاملات و فعالیت نگریست. معروفترین موارد انتشار صکوک در کشورهای اسلامی

نام اجاره صکوک	نوع	مبلغ	سررسید
Malaysian Global First	شرکتی	\$ 150 M	۵ ساله
Malaysian Global Ijarah Sukuk	دولتی	\$ 500 M	۷ ساله
Qatar Global Ijarah Sukuk	دولتی	\$ 700 M	۷ ساله
صکوک اجاره تیرید	شرکتی	\$ 150 M	۵ ساله
صکوک الانفع مکة	شرکتی	۱۰۰ میلیون یورو	۵ ساله
دولت عمان هوائی دومی	شرکتی	۷۵۰ میلیون دلار	۵ ساله
فاینانس مشارکت سیتارا	شرکتی	۳۶۰ میلیون روپیه پاکستان	۵ ساله
صکوک دولت سودان	دولتی	۶ بیلیون دینار سودان	۲ ساله
اتحادیه شرکت های IDB	شرکتی	۴۰۰ میلیون دلار	۵ ساله
آژانس پولی بحرین (BWA)	دولتی	۹۷۰ میلیون دلار امریکا	۳ ساله و ۵ ساله و ۱۰ ساله

را به مالک صکوک می دهد. پرداخت هایی که می تواند از قرارداد اجاره (لیزینگ) (فروش موقعیتی)، استصناع (قرارداد فروش اقلام دارایی ساخته شده) سرچشمه گرفته باشد. این بازدهی ها بر پایه نرخ بازده ثابت ۳/۶۲۵ درصد سالیانه در ۱۲ فوریه یا ۱۲ آگوست هر سال قرار داده شده است و این فرآیند ادامه دارد تا در آگوست ۲۰۰۸ این اوراق بازخرید شوند.

مرابحه و استصناع قراردادهایی هستند که در بازار ثانویه به عنوان ابزارهای مالی معامله نمی شوند. آن ها قراردادهای بدهی را نشان می دهند و معاملات بعدی این قراردادها تبادل پول را مشخص می کند. مطابق اصول شریعت پول تنها می تواند به ارزش اسمی مبادله شود و نه برای کسب هرگونه سود و بهره. به هر حال اگر قراردادهای مرابحه و استصناع شامل درصدی از پرتفوی دارایی های فرد مدیون و دربرگیرنده حداقل ۵۱ درصد دارایی های مشهود هستند، گواهی نامه های بهادار شده این پرتفوی به راحتی در بازار ثانویه، قابلیت معامله پیدا می کند.

این همان موردی است که بانک توسعه اسلامی در انتشار صکوک رعایت می کند جایی که قراردادهای اجاره نسبت ۵۱ درصد از دارایی های پشتوانه ای را شامل می شود،

بازار صکوک طی هفت سال گذشته بسیار پیشرفت کرده است. ابتدا بحرین برکه های صکوک اجاره را که دولتی بودند منتشر ساخت که نرخ بهره ثابت داشتند و سپس اقدام به انتشار صکوک سلف کرد

صکوک شرکتی مرکب hybrid Corporate sukuk

منتشر شده توسط بانک توسعه اسلامی (Islamic Development Bank) بانک توسعه اسلامی، IDB یک انستیتیوی مالی چند منظوره است که در دسامبر ۱۹۷۳ در هنگام تشکیل اولین کنفرانس وزرای دارایی سازمان کنفرانس اسلامی (OTC) بنیاد نهاده شد. این نهاد به طور رسمی کار خود را در ۱۹۷۵ شروع کرد.

به منظور توسعه فعالیت های اقتصادی مسلمانان و البته مطابق با اصول شریعت (shariah) ظهور صکوک در جهان اسلام برای بانک توسعه اسلامی ابعاد جدیدی را فراهم ساخت تا با این پدیده جدید رویه رو شود و سرانجام در آگوست ۲۰۰۳ گواهی های صکوک را به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار امریکا صادر کرد که سررسید آن سال ۲۰۰۸ بود.

هر یک از گواهی ها بهره تقسیم نشده ای را برای مالک آن با پشتوانه دارایی ها فراهم می کرد. این دارایی ها نگاهداشته شده اند تا خطر ورشکستگی صکوک را از متشرکنندگان دور نگاه داشته و منافع دارندگان صکوک را هم تضمین کنند.

ویژگی منحصر به فرد این نوع اوراق صکوک مرکب، در سبب دارایی های ودیعه ای می باشد. هر یک از گواهی نامه های صکوک مرکب حق دریافت و پرداخت های ناشی از دارایی های ودیعه ای یا پشتوانه ای

نسبتی که همواره باید حفظ شود. به هر حال نسبت قیودی نیز برای شرایط قابل پذیرش در شرایطی وجود دارد که قرارداد اجاره به طور موقت به حداقل ۲۵ درصد از کل دارایی ها می رسد و چنانچه به هر دلیل دارایی های ودیعه ای به ارزشی زیر ۲۵٪ کل دارایی ها برسد قرارداد خود به خود منحل می شود و بانک توسعه اسلامی متعهد می شود تمام دارایی های نزد ودیعه گیر یا متولی و امین را، در زمان منحل شدن قرارداد خریداری کند.

ساختار دارایی های صکوک در تمام عمر قرارداد می تواند تغییر کند، این وضعیت هنگامی رخ می دهد که امین یا ودیعه گیر اصول دیگری را برای دارایی های صکوک وضع کند تا حق دریافت پول خود را در قراردادهای اجاره و مرابحه حفظ کند.

تمامی اوراق صکوک که توسط IDB

مرابحه و استصناع قراردادهایی هستند که در بازار ثانویه به عنوان ابزارهای مالی معامله نمی شوند. آن ها قراردادهای بدهی را نشان می دهند و معاملات بعدی این قراردادها تبادل پول را مشخص می کند

منتشر می شود توسط موسسه رتبه بندی استاندارد اندرپورز (S&P) رتبه بندی می شوند و لازم است که درجه AAA داشته





اوراق بهادار صکوک، عملاً نقش اوراق قرضه عادی و اوراق بهادار قابل دادوستد در تجهیز منابع از بازارها و تزریق نقدینگی به شرکت ها یا دولت و هم چنین ایجاد منبع درآمد پایدار برای سرمایه گذاران را ایفا می کند. با این حال صکوک از چند جهت با اوراق قرضه معمولی و دیگر اوراق بهادار رهنی تفاوت دارد:

۱. سرمایه گذاران معمولی که در اوراق قرضه شرکتی یا دولتی سرمایه گذاری می کنند امیدوارند که با افزایش در نرخهای بهره، سرمایه آنها افزایش یابد. با کاهش در نرخهای بازدهی بازار، قیمت اوراق قرضه با نرخ بهره ثابت افزایش یافته و در نتیجه عایدی سرمایه برای سرمایه گذار به دنبال خواهد داشت. در صکوک نوع شریعت، ساختار قانونی آن امکان استفاده حرکتها و تغییرات نرخ بهره را نمی دهد.
۲. سرمایه گذاری در عرضه های صکوک، به نوعی سرمایه گذاری در خرید و فروش یا تولید دارایی های مشهود است. صکوک به طور مستقیم با فعالیت های بخش حقیقی ارتباط پیدا می کند، از این رو، صکوک معمولاً در کوتاه مدت ایجاد افزایش قیمت سوداگرانه در قیمت اوراق را به دنبال ندارد.
۳. سرمایه گذاران در صکوک، ماهیتاً حق دارند اطلاعات لازم در مورد سرمایه گذاری هایشان و ماهیت دارایی های مربوطه و دیگر ویژگی هایی که در سایر سرمایه گذاری ها اضافی تلقی می شود داشته باشند. این امر به ایجاد یک انضباط در بازار کمک می کند. چنانچه صکوک بتواند بصورت رقابتی ساختار لازم را پیدا کرده و بازار لازم را داشته باشد، در آن صورت اقتصادهای در حال توسعه که در واقع خواست گاه صکوک هستند به طور وسیعی از آن سود خواهند برد.

به هر حال ظهور صکوک به عنوان سازوکار مدیریت نقدینگی اوراق بهادار جدیدی را با تکیه بر دارایی ها بروز می دهد که می تواند پایه ای را برای مدیریت ریسک در این گونه ابزارها فراهم آورد

باشند این رتبه بندی تا حد زیادی به سرمایه گذاران اطمینان می دهد تا پیشنهادهاى مورد نظر خود را داشته باشند. بدین ترتیب IDB به عنوان یک ضمانت دهنده نیز عمل می کند و سرمایه گذاران را از ریسک نوسانات نرخ بهره در امان نگاه می دارد و سرمایه گذاران از همان ابتدای انتشار صکوک از طریق چنین موارد و تبصره هایی تحت پوشش ریسک قرار می گیرند. انواع دیگری از ریسک نیز هم برای سرمایه گذاران و هم برای سرمایه پذیران وجود دارد:

ریسک نرخ ارز در انتشار صکوک

صادرکنندگان صکوک ریسک نوسان نرخ ارز را هم از مقابل خود حذف شده نمی بینند. در واقع ریسک نرخ ارز، مرکب از ۲ فاکتور می باشد: رشد سریع صنایع و افزایش سرمایه گذارهای چند ملیتی. بنابراین می بینیم که برای صادرکنندگان صکوک چه شرکت های خصوصی و چه دولت ها که اقدام به انتشار بین المللی اوراق می کنند نوعی مدیریت نوسان نرخ ارز لازم است، و البته سرمایه گذاران مایلند تا خط مشی های اخذ شده برای این نوع مدیریت نیز با اصول شریعت مطابقت کند

یکی از راههایی که دولت چین برای پوشش ریسک نرخ ارز انجام می دهد این است که، آنها انتشارات را به دو بخش تقسیم می کنند. فرض کنید انتشار اوراق، معادل یک میلیارد دلار آمریکا است. بخش اول ۴۰۰ میلیون دلار است که به دلار آمریکا انتشار یافته و فروخته می شود و بخش دوم ۶۰۰ میلیون دلار باقی مانده است که به یورو خواهد بود. می توان گفت صکوک بین المللی را نیز می توانیم با این اصول ساده، مدیریت ریسک نرخ ارز کنیم. یعنی صکوک را به صورت چند ارزی یا Multi currencies انتشار دهیم و در طول دوره ضمانت نیز ترازنامه های شرکت های صادرکننده را با چند نرخ ارز به سرمایه گذاران ارائه کنیم.

ریسک بستانکاری و شراکت

ریسک بستانکاری به احتمال این که یک دارایی در تاریخ سررسید لاوصول شود یا برای تصفیه به تاخیر بیفتد اشاره دارد.

شراکت و بستانکاری ذاتی ابزارهای تامین مالی اسلامی است که بنیاد دارایی های ودیعه ای صکوک را پی ریزی می کند برخلاف مؤسسات مالی معمولی، بانک های اسلامی به ابزار مشتقه و سایر سازوکارهای مدیریت ریسک که با اصول شریعت مطابق باشد، دسترسی ندارند.

نحوه اداره و کنترل ریسک صکوک

برخی چالش های پیش روی صکوک

برای آنکه صکوک بتواند به خوبی توسعه یابد با رقابتی در بازارهای مالی مواجه است که باید بر آنها غلبه کرده و جذاب تر از آنها بنظر آید که ذیلأ به ۲ مورد اشاره می کنیم

۱. مدیریت اوراق قرضه دولتی بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت، در کشورهای در حال توسعه، تحت سیطره اوراق قرضه دولتی است. بنابراین یکی از اصلاحات بسیار مهم بازارها می تواند از طریق اطلاع مدیریت بدهی دولت (نحوه انتشار اوراق قرضه دولتی) حاصل شود. از دهه ۱۹۸۰ عرضه بدهی های (اوراق قرضه) دولتی در بین اقتصاددانان و سیاست مداران به طور فزاینده ای مورد توجه بوده است. با افزایش

نسبت‌های بدهی به GDP دولت، اهمیت راهبردهای تامین مالی شودمند که هزینه‌های مدیریت بدهی‌ها را کمینه می‌کند افزایش یافته است. توسعه بازار بدهی به نوعی رقیبی است در مقابل صکوک و هنوز عده زیادی هستند که ابزار بدهی را برای سرمایه‌گذاری‌های خود می‌پسندند.

۲. صکوک و چالش ابزارهای مشتقه

ابزار مشتقه مورد دادوستد در بازارهای متعارف، دو چالش اساسی برای صکوک ایجاد می‌کند: (۱) سوآپ‌های ثابت و شناور، در کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری بسیار مؤثر بوده اند از این رو قدرت رقابت پذیری آن‌ها را بالا برده اند. (۲) این ابزارها به‌طور مؤثری برای کاهش ریسک اعتباری و ریسک بازار مورد استفاده قرار گرفته‌اند. آمارهای ارائه شده توسط بانک پایاپای بین المللی نشان می‌دهد که بین تمامی ابزارهای مدیریت ریسک در بازارهای جهانی، ابزارهای مشتقه نرخ بهره نظیر سوآپ‌های نرخ ثابت و شناور ۷۰٪ کل را تشکیل می‌دهند. این مسئله قدرت رقابت مؤسسات درگیر با مدیریت دارائی‌های با درآمد ثابت را بسیار بالا می‌برد.

نبودن نرخ بهره در تامین مالی اسلامی، آشکارا نیاز برای ابزارهای مشتقه در بازارهای اسلامی را برطرف می‌سازد. با این وجود لازم است به چند نکته توضیحی اشاره شود: اول این که ممنوعیت بهره و غرر، مجال برای مهندسی

مالی در شریعت را متفی نمی‌سازد. دوم این که

صکوک در صورتی که بخواهند در بازارهای

مالی سنتی ایفاء نقش کنند نمی‌توانند از حالت رقابتی گریزان باشند.

سوم: جنبه‌های مثبت بازارهای مشتقه می‌توانند برای توسعه بازارهای سرمایه مفید باشند اگر با بازارهای جدید جور در بیایند.

نتیجه‌گیری

با ظهور سریع بازار صکوک مدیریت ریسک نیز به عنوان طلایه‌دار بازار به پیش می‌آید ابزارهای جدید مالی می‌آیند و همراه آنها، ریسک‌هایی که ذاتی این اوراق است نیز می‌رسد. حالت مشابه بازارهای صکوک را در ابتدای دهه ۸۰ و در بازارهای مالی متعارف دیدیم که با ظهور ابزارهای مشتقه برای پوشش ریسک مالی اوراق قرضه همراه بود.

با جهانی سازی بازارهای مالی و با افزایش هم‌گرایی بازارهای اسلامی و بازارهای معمول، نرخ بهره غیر مستقیم توسعه روش‌های مدیریت ریسک مالی در بازارهای اسلامی را اجتناب ناپذیر ساخته است.

ابزارهای مشتقه در برابر اصول شریعت قرار دارد چرا که شرایط عدم اطمینان و عدم شفافیت را به همراه خود دارد و به معاملات مشمول "غرر" سر می‌زند.

تسهیلات انتشار صکوک چارچوبی ساختاری را برای بازار

بدهی فراهم می‌آورد که به راحتی به جای ابزارهای سنتی انجام وظیفه می‌کنند و کرد این مورد را به راحتی در ناشران غیر اسلامی ابزارهای مالی اسلامی می‌بینیم. شرکت‌هایی که برای جذب منابع مسلمانان اقدام به انتشار ابزارهای اسلامی می‌کنند و همین‌طور مشتریان غیر مسلمانی که بخشی از سبد

دارایی خود را ابزارهای مالی اسلامی اختصاص داده

اند، به راحتی هم‌گرایی این دو بازار وارد

شدن از تقابل با یکدیگر را به ما خاطر نشان می‌سازد.

نفتسی و سانتوز (۲۰۰۳) دو مانع مهم را در

بازارهای نوظهور شناسایی کردند که مانع از کسب

سود بالا در این بازارها می‌شد. اول این که بازاری

برای نقدشوندگی ابزارهای مشتقه مربوط به نرخ بهره

وجود ندارد و دوم این که نوسانات نرخ بهره به افزایش عمده

ای در ریسک بستانکاری و کاهش قیمت اوراق قرضه می

انجامد. بنابراین سرمایه‌گذاران در بازارهای نوظهور از اثرات

منفی تغییرات نرخ بهره رنج می‌برند اما در تغییرات مثبت

نیز سودی حاصل نمی‌کنند. چنین سودهایی را در بازارهای

نوظهور می‌توان تضمین کرد. مثلاً در کشور برزیل طی سالهای

دهه ۹۰ در برابر تغییرات نرخ بهره لایه‌ای محافظت‌کننده برای

سرمایه‌گذاران در قالب اوراق قرضه قابل خرید

و فروش در آینده (Puttable and Callable Bonds) ایجاد کرد.

این ساختار می‌تواند به صادرکنندگان

صکوک نیز انتقال یابد.

سرمایه‌گذاران در بازارهای معمول و

متعارف از معاملات سلف مربوط

به تغییرات مثبت در نرخ بهره، نرخ

ارز و نرخ بازدهی ثابت و متغیر سود

مناسبی را کسب می‌کنند.

در این حال اسکان پذیری سوآپ یا معاملات

سلف در بازارهای اسلامی در ضدیت با قوانین شریعت

قرار می‌گیرد. به هر حال ظهور صکوک به عنوان

سازوکار مدیریت نقدینگی اوراق بهادار جدیدی را با

تکیه بر دارایی‌ها بروز می‌دهد که می‌تواند پایه‌ای را

برای مدیریت ریسک در این گونه ابزارها فراهم آورد. این

مدیریت می‌تواند هم برای صکوک با نرخ بازده ثابت و

هم با نرخ بازده شناور (FRS) صورت پذیرد.

بازارهای صکوک به رشد خود ادامه می‌دهند و هم‌گرایی

های جهانی بین فاینانس متعارف و فاینانس اسلامی به

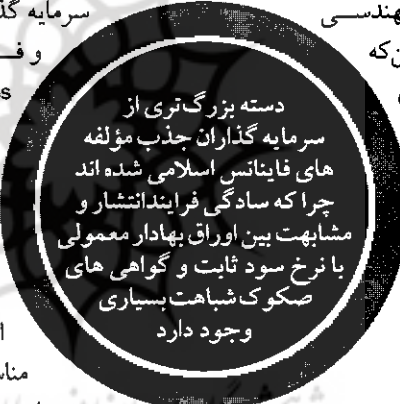
ظهور بیش از گذشته خود پرداخته است.

دسته بزرگ‌تری از سرمایه‌گذاران جذب مؤلفه‌های

فاینانس اسلامی شده‌اند چرا که سادگی فرایندانتشار و

مشابهت بین اوراق بهادار معمولی با نرخ سود ثابت و

گواهی‌های صکوک شباهت بسیاری وجود دارد.



دسته بزرگ‌تری از سرمایه‌گذاران جذب مؤلفه‌های فاینانس اسلامی شده‌اند چرا که سادگی فرایندانتشار و مشابهت بین اوراق بهادار معمولی با نرخ سود ثابت و گواهی‌های صکوک شباهت بسیاری وجود دارد