

به نام خدا

صندوق های بورسی (ETF) اسلامی و مباحه در مالزی¹

دکتر سید حسین میرجلیلی

مدخل

مجمع بین المللی بازار سرمایه اسلامی به اهتمام کمیسیون اوراق بهادار مالزی در 27 مارس 2008 در شهر کوالالامپور برگزار شد. در این مجمع 300 شرکت کننده از کشورهای مختلف دنیا حضور داشتند.

این نشست، نخستین گردهمایی از سری نشست هایی است که سالی دوبار برگزار می شود. هدف این نشست ها، ارتقای شناخت نوآوری محصول در بازار سرمایه اسلامی جهانی و برجسته ساختن کاربرد اصول شریعت است که زیربنای ساختارهای محصولات مالی قرار دارد. نشست یک روزه یادشده در کوالالامپور به دو بخش تقسیم شده بود.

بخش اول: سخنرانی های صبح که به موضوع صندوق های بورسی اسلامی (ETFs) اختصاص داشت.

بخش دوم: سخنرانی های بعد از ظهر که به موضوع تورق و مباحه کالایی اختصاص داشت.

قبل از ارایه مباحث مربوط به ETFs مقامات بورس مالزی گزارشی از ETFs در مالزی ارایه کردند.

¹ برگرفته از: سیدحسین میرجلیلی، (1387)، "گزارش شرکت در مجمع بین المللی بازار سرمایه اسلامی"، برگزار شده در 27 مارس 2008، کوالالامپور مالزی، کتابخانه دیجیتال سازمان بورس و اوراق بهادار، کد کاربرد: 281292، شماره 198 گ.

ETF اسلامی در مالزی؛

نخستین صندوق بورسی (ETF) اسلامی در منطقه آسیا در ژانویه ۲۰۰۸ در مالزی راه‌اندازی شد. این صندوق "My ETF" در بازار اسلامی داوجونز مالزی (۲۵)^۱ نامید شده است و در بورس اوراق بهادار مالزی در ۳۱ ژانویه ۲۰۰۸ پذیرفته شد و معامله سهام آن آغاز گردید. مبلغ پذیره‌نویسی شده اولیه این صندوق، ده میلیارد واحد (unit) است که نمایانگر سبدهی از اوراق بهادار طراحی شده برای دنبال کردن عملکرد شاخص معیار^۲ یعنی بازار اسلامی داوجونز مالزی تیتان ۲۵ (DjIM۲۵) می‌باشد. DjIM۲۵ شاخص تعدیل شده شناور آزاد و وزنی^۳ در بازار سرمایه مالزی است که شامل اوراق بهادار ۲۵ شرکت منطبق با شریعت است که در بورس مالزی پذیرفته شده‌اند. مدیریت این صندوق بورسی توسط یک شرکت مدیریت صندوق انجام می‌شود که مرتبط با دولت می‌باشد و با نام i-VCAP فعالیت خواهد کرد.

صندوق بورسی (ETF)؛

به طور کلی صندوق بورسی (ETF)، یک صندوق امین (یونیت تراست)^۴ است که سهام آن در بازار بورس مبادله می‌شود. این صندوق شامل اوراق بهاداری است که طراحی شده‌اند تا عملکرد یک شاخص را دنبال کند، صندوق‌های بورسی، صندوق‌های با سرمایه متغیر (ته‌باز)^۵ با مکانیزم بازخرید^۶ است که به وسیله نظامی از تأمین‌کنندگان نقدینگی و معامله‌گران^۷ شرکت‌کننده در بازار حمایت شده است.

تفاوت اصلی میان ETFs و صندوق‌های یونیت تراست در طریقه‌ای است که یونیت‌ها خرید و فروش می‌شود. صندوق‌های بورسی، ابزار مالی نقدشونده و با هزینه پایین برای سرمایه‌گذارانی طراحی شده‌اند که به دنبال عملکرد مشابه شاخص معیار می‌باشند.

^۱ My ETF – DjIM۲۵

^۲ Benchmark index

^۳ Weighted and free – float adjusted index

^۴ Unit trust

^۵ Open – ended funds

^۶ Redemption

^۷ Dealer

هدف MyETF-DjIM۲۵ قادر ساختن شرکت‌های سرمایه‌گذاری مرتبط با دولت جهت فروش بخشی از پرتفوی‌شان به ETF در ازای دریافت یونیت است. این اقدام همچنین شناوری آزاد در بازار را بهبود می‌بخشد و مشارکت بیشتر خریداران جزء در بازار سهام را تشویق می‌کند. ۲۵ شرکت یادشده بالغ بر حدود ۳۰ درصد بازار سهام مالزی را تشکیل می‌دهند.

علاوه بر ETF اسلامی در مالزی، در ترکیه نیز صندوق بورسی DjIM ترکیه وجود دارد.^۱ سرمایه‌گذاران جهانی بارکلیز^۲ نیز سه ETF اسلامی راه‌اندازی کرده‌اند. اما ویژگی متمایز صندوق بورسی مالزی این است که فاقد مکانیزم وام‌دهی و وام‌گیری (قرض) است که در تمام ETFها متداول است. در مالزی روش‌های اسلامی جایگزین روش استقراضی ETFهای مرسوم شده است. اینگونه اقدامات به مالزی کمک می‌کند تا کانون مالی اسلامی^۳ در جهان شود.

در حال حاضر سه ETF در بورس اوراق بهادار مالزی پذیرفته شده است: دو ETF سهامی و یک ETF اوراق قرضه (bond). آنچه تحت عنوان MyETF داوجونز در بازار اوراق بهادار مالزی مطرح شده است، اولین ETF مطابق شریعت در آسیا است و هم‌اکنون بزرگترین ETF مطابق شریعت اسلامی در جهان است.

وضعیت کنونی فعالیت ETFها در جهان به ترتیب زیر است: (تا ۳۱ دسامبر ۲۰۰۷)

کشور و منطقه	تعداد
آمریکا	۶۰۱
اروپا	۴۲۳
سایر	۱۴۷
جمع	۱۱۷۱

حجم معاملات روزانه صندوق‌های بورسی (ETFs) در سال ۲۰۰۷، حدود ۵۹/۸ میلیارد دلار بوده است.

^۱ DjIM Turkey ETF (Bizim Menkul Dergler Turkey)
^۲ Barclays
^۳ Islamic financial hub

الف) صندوق‌های بورسی اسلامی؛

ETFs بنا به تعریف اوراق بهادار قابل معامله‌ای است که از سبد از قبل تعریف شده اوراق بهادار که یک شاخص را تشکیل می‌دهد، تبعیت می‌کند.

یک صندوق بورسی (ETFs) منطبق با شریعت است اگر:

- ۱- دارایی پایه آن از نظر شریعت، مجاز باشد. در مورد سهام شرکت‌ها، باید فعالیت آنها شرعاً مجاز باشد.
- ۲- این سهام باید در پرتفوی نگهداری شود که از لحاظ قانونی در مالکیت سرمایه‌گذاران باشد، یعنی دارندگان اوراق بهادار ETF و نه در ترازنامه ناشر.
- ۳- اوراق بهادار ETF در صورتی می‌تواند مبادله شود که دارایی‌های حاکی از آنها، قابل مبادله باشند.
- ۴- ETFs می‌تواند به صورت نقد یا به صورت پرداخت معوق (نسیه)، خریداری شود به جز برای ETFs طلا و نقره که قیمت نسیه آن قابل قبول نیست. برای این نوع ETFs (طلا و نقره) علاوه بر آن لازم است که بازخرید آن به صورت کالایی باشد.

یکی از تفاوت‌های میان ETFs و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری این است که سود سهام دریافت شده از شرکت‌های تشکیل‌دهنده، دوباره سرمایه‌گذاری نمی‌شوند، زیرا این اقدام، ETF را از تبعیت از این شاخص منحرف می‌سازد.

در ETF اسلامی، سود سهام باید به طور دوره‌ای میان دارندگان اوراق بهادار ETF توزیع شود. البته سود سهام تحقق یافته باید توزیع شود و اگر عایدی بهره در حساب سود سهام وجود داشته باشد، باید حذف شود.

ناشر؛

- ناشر اوراق بهادار ETF صرفاً یک مدیر (عامل) است که وجوه را دریافت می‌کند.
- از آنجا که تعریف سود، روشن نیست، مشکل بتوان ناشر را مضارب به حساب آورد.
- ناشر نباید عملکرد ETF را تضمین کند، اما می‌تواند گاه‌گاهی تسهیل نقدینگی ایجاد کند تا پرداخت‌های دوره‌ای، بازخرید یا خرید دارایی‌های جدید، آسان شود.

جدول: تفاوت ETF با سهام و یونیت تراست

یونیت تراست	سهام ^۱	ETFs	ماهیت
یونیت‌هایی که سید پایه سهام را نمایندگی می‌کند	برگه ^۲ سهم ^۳	یونیت‌هایی که نماینده سید پایه ^۲ سهام است	قابلیت مبادله در بازار بورس
ندارد	دارد	دارد	بازخرید
بازخرید توسط صندوق	خریدوفروش سهام در بازار ثانویه انجام می‌شود	خریدوفروش سهام صندوق تنها در بازار ثانویه انجام می‌شود	مبادله از طریق کارگزار
ندارد	دارد	دارد	هزینه فروش
۳-۵ درصد	صفر	صفر	متنوع‌سازی
دارد	ندارد	دارد	شفافیت قیمت
ندارد	دارد	دارد	هزینه‌های مدیریت
۱-۲ درصد برای صندوق شاخص	صفر	کمتر از یک درصد	

ب) مباحثه کالایی (تورق)؛

تورق از کلمه "الوریق" به معنای نقره است، زیرا کسی که محصول را می‌خرد در ازای آن درهم می‌پردازد (در ابتدا درهم، سکه‌های نقره بودند):

تورق بنا به تعریف خرید کالا از عرضه‌کننده به صورت پرداخت معوق و سپس فروش آن توسط خریدار به طرف ثالث به صورت نقد. این معامله، سه طرف دارد:

^۱ Stock
^۲ Underlying basket
^۳ Share

۱- صاحب کالا

۲- خریدار (مستورق) یعنی شخصی که درگیر در این معامله تورق است تا نقدینه به دست آورد.

۳- خریدار دوم (کسی که کالای مورد بحث را از مستورق می‌خرد).

تورق از طریق بانک، انجام می‌شود. بدین ترتیب که بانک، کالایی را بنا به تقاضای مشتری خریداری می‌کند و سپس آن کالا را به مشتری به صورت نسیه می‌فروشد و مشتری نیز کالا را به طرف ثالث به صورت نقد به فروش می‌رساند.

کاربرد تورق در بانکداری با شرایط زیر مجاز است:

۱- کالا موجود باشد؛

۲- بانک مالکیت کامل کالا را داشته باشد، با حقوق و بدهی‌های آن؛

۳- بانک، کالا را به تصرف خود درآورد؛

۴- با انجام فروش به مشتری، مشتری مالکیت کامل کالا را با حقوق و بدهی‌های آن داشته باشد؛

۵- مشتری حق نگهداری یا فروش کالا را داشته باشد؛

۶- مشتری مجاز نیست کالا را به بانک بازپس فروشد.

براین اساس، تورق سازماندهی شده بنا به تعریف:

"معامله استاندارد است که در آن یک نهاد مالی کالایی به مشتری به صورت نسیه (پرداخت معوق) می‌فروشد، بر این مبنا بانک متعهد خواهد شد - چه به عنوان شرط قرارداد یا طبق عادت و رسوم - تا آن را از طرف او به خریدار دیگر بفروشد به قیمتی که بلافاصله پرداخته شود و آن قیمت را به مشتری (مستورق) منتقل خواهد کرد."

اما اغلب محققان، تورق سازماندهی شده را معامله‌ای غیرمجاز می‌دانند، زیرا:

- ۱- تعهد بانک به عمل کردن به عنوان یک عامل برای فروش کالا یا ترتیب دادن فروش آن. این معامله را مشابه بیع‌العینه می‌سازد که مجاز نیست.
- ۲- این معامله می‌تواند منجر به ناتوانی در ایفای شرط تملک آن کالا شود.
- ۳- این معامله در واقع حیلۀ ربا است.

تورق در بانک الراجحی:

در بانک الراجحی، تورق عمدتاً در محصولات زیر اجرا شده است:

- ۱- **برنامه تأمین مالی سهام:** مشتری می‌تواند هر سهم داخلی (شرکت‌های کشور) که می‌خواهد بر مبنای پرداخت معوق (نسیه) خریداری کند و سپس حق فروش مجدد این سهام را برای کسب نقدینه یا نگهداشتن آنها برای سرمایه‌گذاری دارد.
- ۲- **برنامه فروش اقساطی اتومبیل:** این برنامه مشتریان را قادر می‌سازد تا هر اتومبیلی که می‌خواهند بر مبنای پرداخت معوق خریداری کنند و سپس مشتری حق نگهداری یا فروش مجدد آن را دارد.
- ۳- **مرابحه کالایی!** این طرح مشتری را قادر می‌سازد تا کالای مشخصی بر مبنای پرداخت معوق بخرد و سپس حق نگهداری یا فروش مجدد آن را دارد.

شرایط برنامه تأمین مالی سهام:

هیئت شریعت بانک الراجحی این محصول را مشروط به شرایط زیر تصویب کرده است:

- ۱- مشتری تقاضای خرید سهامی را به بانک تسلیم می‌کند.
- ۲- بانک، مالکیت کامل سهام را دارد و قبل از امضای قرارداد فروش با مشتری سهام در پرتفوی

بانک ثبت شده‌اند.

¹ Commodity Murabaha

- ۳- فروش باید بر مبنای هزینه به اضافه سود باشد. (چون مراحه است).
- ۴- مشتری نباید همان کسی باشد که سهام را به بانک فروخته است تا از بیع عینه اجتناب شود.
- ۵- سهام نماینده (حاکمی از) دارایی‌هایی مانند طلا و نقره، پول رایج یا نقدینه یا بدهی نباشد.
- ۶- هیچ ترتیبی از قبل یا حیلۀ در این معامله که می‌تواند منجر به ربا شود، نباید وجود داشته باشد.

رویه‌های اجرا؛

- ۱- مشتری خرید سهام مشخصی را با رعایت حد ارزش کل را تقاضا می‌کند؛
- ۲- پس از آن بانک این سهام را از بازار می‌خرد و آنها را در پرتفوی خودش تملک می‌کند؛
- ۳- سپس بانک این سهام را به مشتری بر مبنای پرداخت معوق (نسیه) می‌فروشد و با امضای قرارداد فروش، سهام در پرتفوی مشتری گذاشته می‌شود؛
- ۴- مشتری حق نگهداشتن سهام برای سرمایه‌گذاری یا دستور به بانک برای فروش آنها مستقیماً در بازار به قیمت مشخص دارد. (معامله در بازار سهام توسط بانک‌ها انجام می‌شود)؛
- ۵- عواید فروش به مشتری منتقل خواهد شد تا در حسابش سپرده‌گذاری شود.

برنامه فروش اقساطی اتومبیل:

- هیئت شریعت بانک الراجحی این محصول را با شرایط زیر تصویب کرده است؛
- ۱- مشتری خرید اتومبیلی را از بانک تقاضا می‌کند؛
- ۲- بانک قبل از فروش اتومبیل به مشتری مالکیت کامل بر اتومبیل دارد؛
- ۳- اتومبیل باید بر حسب رنگ، مدل، سال، تنه اتومبیل و شماره موتور کاملاً مشخص شده باشد؛

- ۴- بانک باید اتومبیل را از لحاظ فیزیکی یا با دریافت اسناد اصلی مالکیت از واسطه (فروشنده) تملک کند؛
- ۵- مشتری نباید همان کسی باشد که اتومبیل را به بانک فروخته است تا از بیع عینه اجتناب شود؛
- ۶- نباید هیچ‌گونه ترتیبات قبلی یا حيله^۱ در این معامله که می‌تواند به ربا منجر شود، وجود داشته باشد.

رویه‌های اجرایی؛

- ۱- مشتری خرید اتومبیل مشخصی را در محدوده ارزش کل^۲ تقاضا می‌کند؛
- ۲- بانک سپس این اتومبیل را از واسطه (فروشنده) در انطباق با "موافقت‌نامه خرید اتومبیل" می‌خرد؛
- ۳- سپس بانک این اتومبیل را به مشتری براساس پرداخت معوق (نسیه) می‌فروشد؛
- ۴- مشتری اتومبیل را از لحاظ فیزیکی به تملک درمی‌آورد؛
- ۵- مشتری حق نگهداشتن اتومبیل یا فروش آن را شخصاً در بازار برای کسب نقدینه دارد.

مراجعه کالایی؛

- هیئت شریعت بانک الراجحی این محصول را با شرایط زیر تصویب کرده است:
- الف) شرایط خرید کالاها از فروشنده:*
- ۱- فروشنده باید حقوق و مالکیت کامل یا اختیار کامل بر کالا قبل از فروش آن به بانک داشته باشد؛

^۱ Fictional device
^۲ Total value limit

- ۲- کالا باید به طور کامل مشخص شده باشد. مثلاً با شماره سریال و مکان انبار، طبق پیشنهاد فروش فروشنده؛
- ۳- فروشنده باید به بانک قول دهد که آن کالا را معامله نکند (مگر طبق نظر بانک) و هیچ هزینه‌ای ایجاد نکند یا به طرف ثالث حقی یا نفعی در آن کالا ندهد، مادامی که آن کالا تحت مالکیت بانک است؛
- ۴- فروشنده مسئول تمام هزینه‌ها، خسارت‌ها و مسئولیت‌های قانونی هر پیامدی است که ناشی از نقض وظایف و ضمانت‌های فوق باشد؛
- ۵- بانک مجاز نیست همان کالایی که توسط بانک به فروشنده فروخته شده است، از فروشنده خریداری کند؛
- ۶- کالا باید حلال و مجاز باشد؛
- ۷- کالا نباید از قبیل کالاهایی باشد که برای فروش معوق (نسیه) مانند: طلا، نقره و پول رایج مجاز نیستند.

ب) شرایط فروش کالاها به مشتری:

- ۱- بانک باید حقوق و مالکیت کامل کالا را قبل از فروش آن به مشتری داشته باشد؛
- ۲- کالا باید به طور کامل مشخص باشد - مثلاً: با شماره سریال و مکان انبار - طبق پیشنهاد فروش بانک؛
- ۳- بانک نزد مشتری متعهد می‌شود که آن کالا را معامله نکند (مگر طبق نظر مشتری) یا هیچ هزینه‌ای ایجاد نکند یا به هیچ طرف ثالثی حق یا نفع در آن کالا، اعطا نکند. مادامی که آن کالا تحت مالکیت مشتری است؛
- ۴- بانک باید متعهد به هزینه‌ها، خسارت‌ها و مسئولیت‌های قانونی هر پیامد ناشی از نقض ضمانت‌ها و وظایف خود باشد؛

۵- بانک مجاز نیست به مشتری همان کالایی را بفروشد که توسط بانک از مشتری خریداری شده است، و مجاز نیست از او کالایی بخرد که توسط بانک به او فروخته شده است؛

۶- بانک مجاز نیست آن کالا را از طرف مشتری به همان فروشنده‌ای که بانک، کالا را از او خریده است، بفروشد.

رویه‌های اجرا:

- ۱- مشتری خرید کالای معینی را از بانک با یک حد ارزش کل، تقاضا می‌کند؛
- ۲- سپس بانک کالای کاملاً مشخص شده را (طبق تقاضای مشتری) از فروشنده می‌خرد؛
- ۳- بانک باید مالکیت کالا را داشته باشد یا یک نسخه از اسناد شناسایی آن کالا را دریافت کند؛
- ۴- سپس بانک پیشنهاد فروش خود را ارایه می‌کند تا این کالای مشخص شده را به مشتری، بر مبنای پرداخت معوق (نسیه) بفروشد و باید با آن، رونوشت اسناد شناسایی کالا را ارایه کند؛
- ۵- به محض پذیرش مشتری، معامله فروش منعقد می‌شود و حقوق و مطالبات کالا باید بلافاصله به مشتری منتقل گردد؛
- ۶- مشتری حق نگهداشتن کالا یا فروش آن در بازار را دارد؛
- ۷- برای کالاهای بین‌المللی، مشتری به بانک اختیار می‌دهد تا آن کالا را از طرف او در بازار بفروشد.

ضوابط کلی تورق در بانک الراجحی:

- ۱- موجود بودن کالا؛
- ۲- مالکیت کامل کالا؛

- ۳- مالک کالا باید ریسک کالا را مادامی که کالا تحت مالکیت اوست، بپذیرد؛
- ۴- مشخص بودن کامل کالا؛
- ۵- تصرف کالا (بالفعل یا ضمنی)
- ۶- در کالاهای بین‌المللی، مؤسسه فروش بعد از انعقاد معامله می‌آید؛
- ۷- اهمیت برداشتن گام‌های معامله به ترتیب درست.

