

An Analysis of the Essence of Waiting Bonds in Jurisprudence; their Challenges and Inefficiencies¹

Manoochehr Ghafouri

PhD. Student, Department of Private Law, Qeshm International Branch, Islamic Azad University, Qeshm, Iran. ghafouri.manooch⁹⁹@gmail.com

Mohammad Sadeghi

Assistant Professor, Department of Law, Hormozgan University, Hormozgan, Iran (**Corresponding author**). mohammad.sadeghi@vatanmail.ir

Alireza Rajabzadeh

Assistant Professor, Department of Law, Qeshm International Branch, Islamic Azad University, Qeshm, Iran. rajabzade.ali⁵@yahoo.com

Abstract

The present study aims to analyze the essence of waiting bonds in Islamic jurisprudence as well as their challenges and inefficiencies. The research method is descriptive-analytic and data collection was done by library method. The results showed that since bonds rely on loans with interest, they are considered as a type of usury and Harām from the view of Islam. Thus they cannot be used in the Islamic countries for financial provision. To solve this problem, initially corporate bonds were issued; however, because they rely on physical plans, they will become useless when corporations face problems in buying finance and providing cash so financial experts have designed a new monetary tool to deal with this issue. Ultimately, Islamic financial instruments or bonds were produced through creating Islamic banking system. Although they have been release just recently and have not yet been tested amid financial crises and economic fluctuations, as well as other challenges such as religious restrictions, the contradictions between the Fatwās in Islamic financial affairs, the religious risk of using securities in the field of principles, lack of supply, stock-exchange game, lack of essential standards, legal and supervisory challenges, and ownership problems in bonds have created uncertainty in their long term success so the real risk ahead of investors will be immeasurable.

Keywords: Waiting Bonds, Islamic Jurisprudence, Bonds, Islamic Banking, Islamic Financial Affairs.

¹ Received: ۲۰۲۱-۰۴-۱۹ ; Revised: ۲۰۲۱-۰۸-۲۴ ; Accepted: ۲۰۲۱-۰۹-۱۰ ; Published online: ۲۰۲۲-۰۹-۲۳

Article type: Research Article

Publisher: Qom Islamic Azad University

© the author(s)



تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه؛ چالش‌ها و ناکارآمدی‌های آن^۲

منوچهر غفوری

دانشجوی دکتری، گروه حقوق خصوصی، واحد بین‌المللی قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران.

ghafoori.manooch^{۹۹}@gmail.com

محمد صادقی

استادیار، گروه حقوق، دانشگاه هرمزگان، هرمزگان، ایران (نویسنده مسئول). mohammad.sadeghi@vatanmail.ir

علیرضا رجب‌زاده

استادیار، گروه حقوق، واحد بین‌المللی قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران. rajabzade.ali^{۴۵}@yahoo.com

چکیده

پژوهش حاضر با هدف تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه اسلامی؛ چالش‌ها و ناکارآمدی‌های آن انجام شده است. روش تحقیق، توصیفی-تحلیلی و روش گردآوری اطلاعات کتابخانه‌ای می‌باشد. نتایج پژوهش نشان داد از آنجا که اوراق قرضه مبتنی بر قرض با بهره است، از دیدگاه اسلام ربا محسوب شده و حرام است؛ لذا در کشورهای اسلامی نمی‌توان از این اوراق جهت تأمین مالی استفاده کرد. برای رفع این مشکل در ابتدا به انتشار اوراق مشارکت پرداخته شد؛ اما از آنجا که این اوراق به پشتوانه یک طرح فیزیکی منتشر می‌شود و زمانی که شرکت‌ها برای خرید دارایی و تأمین نقدینگی دچار مشکل شوند، اوراق مشارکت کاربردی ندارند، متخصصان مالی ابزار مالی جدید را طراحی نمودند. در نهایت با ایجاد بانکداری اسلامی، ابزارهای مالی اسلامی یا همان صکوک ایجاد گردید. با وجود سابقه کم انتشار این ابزارها و عدم آزمایش آنها در بوته بحران‌های مالی و نوسانات اقتصادی و چالش‌هایی از جمله محدودیت‌های شرعی، تضارب فتوا در امور مالی اسلامی و ریسک شرعی در کاربرد اوراق بهادار در حوزه مبانی و کمبود عرضه، بورس‌بازی، نبود استانداردهای لازم، چالش‌های قانونی و نظارتی و مشکل مالکیتی در صکوک، تردیدهایی در موفقیت بلندمدت آنها ایجاد می‌کند و ریسک واقعی پیش روی سرمایه‌گذاران را غیرقابل تعیین می‌نماید.

کلیدواژه‌ها: صکوک انتظاری، فقه اسلامی، صکوک، بانکداری اسلامی، امور مالی اسلامی.

^۲ پژوهش حاضر برگرفته از: رساله دکتری، منوچهر غفوری، با عنوان: «بررسی فقهی و حقوقی ماهیت صکوک انتظاری»، استاد راهنما: محمد صادقی، ارائه شده در دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بین‌المللی قشم، است.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰-۰۱-۳۰؛ تاریخ اصلاح: ۱۴۰۰-۰۶-۰۲؛ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰-۰۶-۱۹؛ تاریخ انتشار آنلاین: ۱۴۰۱-۰۷-۰۱

نوع مقاله: مقاله پژوهشی

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد قم

© نویسندگان.



مقدمه

توسعه کشورهای اسلامی، رشد اقتصادی در این کشورها و ناتوانی ابزارهای مالی در تطابق با شریعت، اندیشمندان مسلمان را به فکر طراحی ابزارهای مالی جدید اسلامی انداخت؛ چرا که تأمین مالی از طریق اوراق بدهی، غالباً مبتنی بر سود ثابت یا بهره است که، از دیدگاه اسلام ربا محسوب شده و حرام است؛ لذا در کشورهای اسلامی نمی‌توان از این اوراق جهت تأمین مالی استفاده کرد. برای رفع این مشکل در ابتدا، به انتشار اوراق مشارکت پرداخته شد؛ اما از آنجا که این اوراق به پشتوانه یک طرح فیزیکی منتشر می‌شود و زمانی که شرکت‌ها برای خرید دارایی و تأمین نقدینگی دچار مشکل شوند، اوراق مشارکت کاربردی ندارند؛ از این رو محققان به دنبال ساختاری بودند که ضمن تحقق کارکرد اوراق بدهی، ربوی نباشد. در نتیجه صکوک به عنوان یکی از ابزارهایی درآمد که بدین منظور طراحی و توسط دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی منتشر شد. استاندارد شریعت شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابداری نهادهای مالی اسلامی صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیان‌گر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارائی یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود» (حسینی‌زاده مظلومی، ۱۳۸۹، ص ۱۸). آنچه سبب مزیت صکوک بر دیگر اوراق شده، این است، که صکوک از یک سو دارای سود قطعی و از پیش تعیین شده است. در حقیقت، ویژگی قابل اعتماد اوراق قرضه را دارا و عاری از ربا است و موجب تطابق با دستورات شرع انور است و از سوی دیگر، صکوک نوعی از محصولات بازار سرمایه و یکی از ابزارهای تأمین مالی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره، مضاربه و غیره، توانایی زیادی برای مدیریت ریسک و تأمین مالی دارد. این ویژگی به دولت‌ها، بانک‌ها و شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا بر پایه سبد دارایی خودشان اقدام کنند و دارایی‌های با ریسک بالا و نقدینگی کم را از ترانزنامه خود خارج و تبدیل به اوراق با نقدینگی بالا و ریسک پایین کنند. در واقع صکوک به نحوی طراحی شده است، که کارایی اوراق قرضه را در قالبی اسلامی ایفا نماید. این ورق بهادار، مبین مالکیت دارندگان آن در اموال شرکت است و بر مبنای تبدیل دارایی‌های شرکت‌ها، به اوراق بهادار منتشر می‌شود.

اهداف پژوهش

الف: هدف اصلی

هدف اصلی این پژوهش، بررسی چالش‌ها و ناکارآمدی‌ها در دو حوزه مبنای و مقررات تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه اسلامی است.

ب: اهداف فرعی

در راستای هدف اصلی پژوهش، دو هدف فرعی زیر بررسی خواهد شد:

- بررسی چالش‌ها یا ناکارآمدی‌ها، در حوزه مبنای تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه اسلامی
- بررسی چالش‌ها یا ناکارآمدی‌ها، در حوزه مقررات تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه اسلامی.

سؤالات پژوهش

الف: سؤال اصلی

سؤال اصلی پژوهش حاضر آن است، که در تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه اسلامی، چه چالش‌ها یا ناکارآمدی‌هایی در دو حوزه مبانی و مقررات، می‌توان برشمرد؟

ب: سؤالات فرعی

سؤالات فرعی پژوهش حاضر نیز آن است، که در تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه اسلامی؛ چه چالش‌ها یا ناکارآمدی‌هایی در حوزه مبانی، می‌توان برشمرد؟

و در تحلیل ماهیت صکوک انتظاری در فقه اسلامی، چه چالش‌ها یا ناکارآمدی‌هایی در حوزه مقررات، می‌توان برشمرد؟

پیشینه تحقیق

باتوجه به پیشینه پژوهش می‌توان به مقاله فلاح شمس و دیگران (۱۳۹۳) تحت عنوان «بررسی و تحلیل ماهیت صکوک استصناع، به منظور تعیین ویژگی‌های پروژه‌های دارای قابلیت تأمین مالی به وسیله این اوراق» اشاره نمود. آنان بدین نتیجه رسیدند که در دسته‌بندی بر مبنای خروجی، فقط پروژه‌های با خروجی محصول می‌توانند توسط اوراق سفارش ساخت تأمین مالی شوند. همچنین در دسته‌بندی بر مبنای سودآوری، صکوک استصناع می‌تواند برای تأمین مالی پروژه‌های فاقد سود و زیانده برخلاف بسیاری از اوراق نیز به کار رود.

دره‌شیری و دیگران (۱۳۹۸) در مقاله‌ای با عنوان «شناسایی و اولویت‌بندی چالش‌های گسترش بازار صکوک در ایران»، بدین نتیجه رسیدند که عدم تبلیغات درست و قابل فهم برای عموم مردم در رسانه‌های دیداری و شنیداری در خصوص سرمایه‌گذاری، مهم‌ترین مانع گسترش بازار صکوک در ایران است. همچنین، توزیع نامناسب تسهیلات و منابع تأمین مالی از اولویت پایین‌تری برخوردار است. با عنایت به تحقیقات صورت گرفته در این مقوله می‌توان نوآوری این مقاله را در توجه ویژه و یک‌جا به مبانی نظری و اصول حاکم بر صکوک اسلامی از دیدگاه فقه اسلامی، به همراه بررسی کاستی‌های حقوقی صکوک انتظاری از حیث کارآمدی در دو حوزه مبانی و مقررات دانست. به طوری که تاکنون پژوهشی در این خصوص انجام نگرفته است.

مبانی نظری و اصول حاکم بر صکوک اسلامی از دیدگاه فقه اسلامی

قوانین مالی در اسلام و اصول حاکم بر آن

ابزارهای مالی، بازارهای مالی و مؤسسات مالی، اجزای یک نظام مالی را تشکیل می‌دهند، که وظیفه انتقال وجوه مازاد را در جامعه به جاهایی که کمبود منابع مالی وجود دارد، به عهده دارند. اگر ارکان فوق در یک جامعه به درستی شکل گیرد، زمینه رشد اقتصادی فراهم شده است. کشورهای پیشرفته که از نظام مالی پیشرفته استفاده می‌کنند، توانسته‌اند، با هدایت صحیح منابع مالی به رشد اقتصادی دست یابند. ابزارهای مالی اسلامی، نوعی تأمین مالی رایج در کشورهای اسلامی است، که مبتنی بر اصول شرعی و ضوابط کلی معاملات در فقه هستند. در این سیستم، دریافت و پرداخت بهره، ضرر و زیان، غرر و اکل مال به باطل ممنوع است (عمادی و خمیس‌آبادی، ۱۳۹۶، ص ۲۷-۲۸).

از این رو توسعه نظام مالی در یک کشور مسلمان بدون در نظر گرفتن قوانین شرعی و فقهی میسر نیست؛ از این رو، توجه به دستورات اسلامی در زمینه امور مالی، به ویژه حرمت ربا در تأسیس یا کارآیی، ضروری محسوب می‌شود (عبادی و گل محمدی، ۱۳۹۸، ص ۲۹-۴۲). نظام مالی در جهان از دهه ۱۹۵۰ به سرعت توسعه یافته است. وجود «نرخ بهره ثابت»، محور اصلی این نظام است. به طوری که ابزارها و بازارهای مالی رایج در دنیای غرب، عمدتاً مبتنی بر سیستم نرخ بهره تضمینی و ثابت هستند. از طرف دیگر، به کارگیری نظام مالی اقتصاد سرمایه‌داری در کشورهای اسلامی با تردیدهای جدی همراه است. آن دسته از کشورهای اسلامی که از نظام مالی متعارف در کشورهای خود استفاده کرده‌اند، توفیق چندانی به دست نیاورده‌اند. در حال حاضر، تمایلات قابل توجهی در مردم و دولت‌های اسلامی برای مراجعه به دستورات اسلامی در زمینه‌های سیاسی و اقتصادی پدید آمده است. به همین دلیل و با توجه به دستورات اسلامی، امارات متحده عربی، هدایت صادرات اوراق بهادار را در طول سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۲ میلادی، با ارزش صدور حدود ۱۵۴.۲ میلیارد درهم (۴۲ میلیارد دلار)، در دست گرفت، و پس از آن، عربستان سعودی با ۹۱.۷۵ میلیارد درهم (۲۵ میلیارد دلار) و قطر با ۵۸.۷۲ میلیارد درهم (۱۶ میلیارد دلار) قرار گرفتند. با توجه به این دستاورد، کارشناسان و متخصصان توافق کردند که عملکرد امارات متحده عربی در این زمینه باعث می‌شود که آن، به عنوان یک کاندیدای قدرتمند برای هدایت بازار اوراق بهادار اسلامی - که یکی از مهم‌ترین ابزارهای تأمین مالی اسلامی است، محسوب شود.

پس از آن دوره، اندازه اوراق بهادار مندرج و ذکر شده در بازارهای دبی، در سال ۲۰۱۵ به حدود ۱۳۵ میلیارد درهم رسید (ماجد السید و الهاشمی، ۲۰۱۶). به دنبال آن نیز برخی از کشورهای بزرگ مانند عربستان و مالزی مطالعاتی را در زمینه نظام مالی اسلامی انجام داده‌اند و گام‌هایی را در این خصوص برداشته‌اند. اکنون، بیش از یک‌صد مؤسسه مالی در بیش از ۴۵ کشور جهان وجود دارد که بر اساس دستورات اسلامی در زمینه امور مالی فعالیت می‌کنند (موسویان و کاوند، ۱۳۸۹). در ادامه همین روند نیز بانک توسعه اسلامی، جدیدترین ابتکار عمل خود را، یعنی انتشار اوراق (اسناد) بانک توسعه اسلامی، در ژوئیه سال ۲۰۰۳ آغاز کرد. این بانک موفق شد، نوع سرمایه‌گذاران را برای این دارایی‌ها گسترش دهد و این عملیات در اصل، یک روند صدور اسلامی بود؛ اما سرمایه‌گذاران سنتی محلی را به خود جلب کرد؛ زیرا حدود ۷۰ درصد درخواست‌ها از بازار سنتی تهیه شده بود. این بانک در تعامل با بانک‌های مرکزی به اهداف خود دست یافت، که تقریباً ۴۰٪ از سفارشات خرید را تشکیل می‌داد (فضل‌الله، ۲۰۰۶، ص ۹). همچنین، دولت مالزی اوراق بهادار دولتی را مطابق مقررات شرع اسلام، با عنوان اسناد سرمایه‌گذاری دولتی در سال ۱۹۸۳ میلادی صادر کرد (Government Investment Certificates-GIC). لازم به ذکر است، در آنجا اوراق بهادار اسلامی وجود داشت؛ اما توسط شرکت‌های خصوصی صادر شده بود، جایی که شرکت باوسترهد در مالزی اوراقی را برای ساخت نیروگاه صادر نمود و این اوراق بهادار یکی از انواع تجارت‌ها در بازار به حساب می‌آید؛ همانطور که ایده این اوراق در سال ۱۹۹۰ در مالزی مطرح شد؛ این شرکت، انتشارات اسلامی را از طریق یک نهاد رسمی به نام بازار مالی اسلامی مالزی صورت داد (ماحی، ۲۰۰۴، ص ۱۴۵). این مسئله و توجه به آن نشان می‌دهد، که با توسعه تکنولوژی در زمینه‌های مختلف، تهیه منابع مالی مورد نیاز این توسعه احساس می‌شود. لذا نظام مالی اسلامی باید به گونه‌ای طراحی شود که اولاً، دستورات اسلامی را در زمینه امور مالی نقض نکند و ثانیاً، رشد اقتصادی را به دنبال داشته باشد.

فلسفه نظام مالی اسلامی فراتر از تعامل میان عوامل تولید است. در نظام مالی اقتصاد سرمایه‌داری، عمدتاً بر جنبه‌های مالی و اقتصادی تأکید می‌شود. به علاوه، به کارگیری نظام مالی متعارف در کشورهای در حال توسعه از جمله کشورهای اسلامی، عمدتاً موجب سوق دادن منابع مالی به سمت بخش‌هایی از اقتصاد شده که امکان افزایش دارایی‌های مالی در آن بخش‌ها وجود داشته است. تلفیق انگیزه‌های معنوی با انگیزه‌های اقتصادی در یک نظام مالی اسلامی می‌تواند سرمایه‌گذاری را در بخش‌های واقعی اقتصاد افزایش دهد (یارمحمدی و همکاران، ۱۳۹۴، ص ۸۸-۱۰۰). لذا با این توضیح می‌توان بیان داشت، که چارچوب اصلی نظام مالی اسلامی، مجموعه‌ای از قوانین و مقررات است که ضمن رعایت دستورات شرع در زمینه امور مالی، رشد اقتصادی را مدنظر دارد. شریعت از احکام قرآن سرچشمه گرفته و جزئیات مربوط به این احکام، توسط فقها ارائه شده است. در احکام اسلامی ربا حرام، وفای به عهد و پایبندی به معاملات واجب و فعالیت‌های اقتصادی بر اساس مشارکت در سود و زیان ترغیب شده است. جزئیات مربوط به این احکام براساس مناسبات اقتصادی در قرون گذشته به طور استنادانه‌ای توسط فقها تدوین شده است. توجه کنونی انسان به مسئله «رشد اقتصادی»، موجب توسعه زندگی در همه ابعاد آن شده و نظام تأمین مالی در نیل به رشد اقتصادی، نقش قابل توجهی داشته است. متأسفانه، پدیده «رشد اقتصادی» از سوی دولت‌های اسلامی مورد غفلت واقع شده است و به دنبال آن به عنوان یک موضوع مستقل در فقه اسلامی مورد مطالعه قرار نگرفته است.

از این رو، تعامل اندکی بین نظام تأمین مالی و رشد اقتصادی با فقه اسلامی وجود دارد. تدوین نظام جامع مالی در جمهوری اسلامی ایران می‌تواند این تعامل را پدید آورد و زمینه را برای یک رشد پایدار مبتنی بر فرهنگ اسلامی فراهم سازد (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۹۵، ص ۱-۵). لذا در جمع‌بندی چهارچوب نظری می‌توان بیان داشت که: اولاً؛ نظام مالی اسلامی شبکه‌ای از ابزارهای مالی، بازارهای مالی و نهادهای مالی است که در چارچوب اصول و مبانی اسلامی وظیفه نقل و انتقال وجوه را از جایی که مازاد وجوه وجود دارد، به جایی که کمبود وجوه وجود دارد، تسهیل و هدایت می‌کند و ثانیاً؛ بازارهای مالی اسلامی، بازارهایی هستند که در آنها دارائی‌های مالی (دارائی‌هایی که ارزش آنها به جریانات نقدی آتی بستگی دارد)، براساس اصول اسلامی مبادله می‌شود و عمدتاً بر اساس مشارکت در سود و زیان استوار هستند؛ چرا که با فقه و شریعت اسلامی سازگار و مواردی نظیر قمار، سفته‌بازی، بهره و... در آنها ممنوع است. در واقع اساس تأمین مالی اسلامی بر رفتار عادلانه و حفظ قداست قراردادهاست. از آنجا که کلید اصلی تأمین مالی اسلامی مشارکت طرفین قرارداد در سود و زیان پروژه‌ها و وام‌های مالی است؛ لذا این اصول نوید حمایت از ثبات مالی را می‌دهد. تأمین مالی اسلامی از پتانسیل عملکرد مهمی در جهت ثبات و ترویج برخوردار است و با توجه به اینکه از سرمایه‌گذاران خواسته می‌شود که در زیان احتمالی وام‌ها شریک شوند، لذا اهرم مالی کم‌تر و انگیزه بیشتری برای مدیریت ریسک‌های بزرگ‌تر به وجود می‌آید. از طرفی این ویژگی، به تقسیم ریسک به اطمینان از صحت عملکرد مؤسسات مالی خصوصی و منع رونق انواع وام‌دهی و ایجاد حباب در املاک و مستغلات که پیشامدهای بحران مالی جهانی بودند، کمک بسزایی می‌کند. همچنین تمرکز بر سرمایه‌گذاری دارایی محور و تقسیم ریسک تأمین مالی در این روش، امکان دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به منابع مالی به منظور حمایت از رشد فراگیر آنان و تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی در مقیاس بزرگ را به وجود می‌آورد.

سرمایه‌گذارانی که مشارکت در تأمین مالی پروژه‌های ساخت و ساز جاده‌ها، پل سازی و پروژه‌های مشابه کرده‌اند، بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را تا زمان سررسید پروژه‌ها دریافت می‌کنند. در نهایت خدمات مالی اسلامی وعده بهبود گنجایش مالی برای تعداد زیادی از مسلمانان که صرفاً تمایل به استفاده از خدمات بانکی اسلامی را دارند، داده است (عمادی و خمیس آبادی، ۱۳۹۶، ص ۲۷-۲۸).

اصول حاکم بر صکوک اسلامی از دیدگاه فقه اسلامی

صکوک در فقه دارای اصولی است که برگرفته از دین مبین اسلام است، لذا در زیر بدان‌ها پرداخته می‌شود:

اصل نخست: در این نظام، اصل بر حرام بودن ربا است. محقق حلی، ربا را به صورت زیر تعریف کرده‌اند: «ربا در بیع با دو وصف پدید می‌آید، جنسیت و مکیل یا موزون بودن و در قرض با شرط نفع ربا تحقق می‌یابد» (حلی، ۱۴۰۳ق، ج ۲، ص ۲۹۷). چه این ربا از نوع ربای قرضی باشد (مانند اینکه فردی به طرف دیگر ۱۰۰ هزار تومان پول قرض بدهد به شرط اینکه ماه آینده ۱۱۰ هزار تومان باز پس گیرد) و چه از نوع ربای معاملی باشد (مانند اینکه فردی به طرف دیگر یک کیلوگرم گندم بدهد، به شرط اینکه ماه آینده دو کیلوگرم گندم پس بگیرد). البته علت حرمت ربای معاملی در فقه شیعه، حریمی است که فقهای شیعه برای ربای قرضی قائلند. بدین معنا که شکستن این حریم به انجام ربای قرضی منجر خواهد شد. این موضوع در علم حقوق نیز صدق می‌کند. مبنای حقوقی مسئله نیز همین است. به عبارت روشن‌تر، در تمام دنیا، اگر کسی به دیگری قرض با بهره یا بدون بهره بپردازد، طلب‌کار حق دارد تنها همان مبلغ اسمی را که توافق کرده‌اند بگیرد و حق ندارد به ادعای اینکه بعد از قرارداد، شرایط تورم پیش آمده و ارزش پول وی کاهش پیدا کرده است، تقاضای مازاد کند (موسویان، ۱۳۷۷، ص ۱۷۶).

اصل دوم: مشارکت در سود و زیان است. بدین معنا که هر دو طرف شرکت‌کننده در فرایند انجام یک عملیات سرمایه‌گذاری بایستی هم در ریسک‌ها و خطرات و هم در سودها و مزایای عملیات، به نسبت آورده نقدی خود سهیم باشند (احمدی حاجی آبادی، ۱۳۸۶، ص ۹۶-۱۰۰).

اصل سوم: اجتناب از غرر است. از مهم‌ترین دلایلی که در این مورد وارد شده می‌توان به آیه «... لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ...» (نساء، ۲۹) اشاره کرد. بنابراین، در این راستا سه موضوع ضرورت دارد. الف- علم به وجود عوضین، شرط صحت معامله است. در معاملات مربوط به اوراق بهادار، خریدار و فروشنده باید نوع سهام و قیمت آن را کامل بدانند، که معمولاً چنین چیزی در بازار مالی وجود دارد. ب- علم بر قدرت تسلیم و تسلّم، شرط صحت معامله است. در معاملات سهام، تسلیم و تسلّم از طریق اعمال در حساب طرفین صورت می‌گیرد و مانند سایر معاملات صحیح اسلامی چنین چیزی محقق می‌شود. ج- علم به مقدار، جنس و وصف عوضین، شرط صحت معامله است؛ یعنی علم به آنچه که موجب اختلاف و تفاوت قیمت می‌شود، شرط صحت معامله است. در بازار مالی تحقق چنین معامله‌ای مستلزم وجود اطلاعات لازم و کافی در بازار مالی جهت تصمیم‌گیری صحیح است (صالح‌آبادی، ۱۳۸۸، ص ۳-۹).

اصل چهارم: این است که پول، سرمایه بالقوه است. در نظام مالی اسلامی پول به خودی خود ارزش ندارد و دارای قدرت زاینده‌گی نیست. در حالی که در سیستم ربوی پرداخت بهره ثابت به وسیله بانک یا مؤسسه مالی قائل بودن، نوعی قدرت زاینده‌گی برای پول است.

اقتصاددانان اسلامی، پول را زمانی دارای ارزش می‌دانند که از طریق ورود به جریان اقتصادی، به سرمایه واقعی تبدیل شود. حال اگر سؤال شود سرمایه بالفعل چیست، در پاسخ می‌توان گفت، پولی که به موجب یکی از عقود با یکی دیگر از عوامل تولید ترکیب شود و تبدیل به سرمایه بالفعل شود؛ مثلاً در مضاربه، پول با یک عامل تولید به نام کار ترکیب و تبدیل به سرمایه بالفعل می‌شود.

اصل پنجم: ممنوعیت عملیات بورس بازی است. بورس بازی در اصطلاح، به خطر انداختن کالا یا سرمایه در مواجهه با یک عدم اطمینان است؛ که معمولاً تصمیم‌گیری در شرایط حدس و گمان را در بر می‌گیرد. لذا بورس بازی نوعی فعالیت اقتصادی است که با هدف دستیابی به سود از طریق پیش‌بینی تغییرات قیمت انجام می‌گیرد. بر اساس پذیرش درجه و نوع ریسک و اعمالی که جهت کسب سود انجام می‌شوند، می‌توان میان بورس بازی اعتراض‌آمیز و بورس بازی غیر اعتراض‌آمیز، تمایز قائل شد.

اصل ششم: اصل ایفاء تعهدات است که از جمله مهم‌ترین دلایل آن می‌توان به آیه «أوفوا بالعقود» و حدیث پیامبر اکرم (ص) که می‌فرمایند: «الْمُؤْمِنُونَ عِنْدَ شُرُوطِهِمْ» و اجماع موجود میان فقها مبنی بر «الْمُؤْمِنُ إِذَا وَعَدَ وَفَى» (مجلسی، ۱۳۸۸، ج ۶۴، ص ۳۱۱)، اشاره کرد.

اصل هفتم: ممنوعیت از انجام فعالیت‌های نامشروع است. در واقع اسلام مسلمانان را از اینکه جریان نقدی خود را صرف انجام عملیات سرمایه‌گذاری مربوط به فعالیت‌های نامشروع کنند، نهی می‌کند (احمدی حاجی‌آبادی، ۱۳۸۶، ص ۹۹-۱۰۲).

کاستی‌های حقوقی صکوک انتظاری از حیث کارآمدی در دو حوزه مبانی و مقررات

چالش‌های فقهی صکوک از حیث مبانی

صکوک از حیث مبانی با چالش‌های متعددی روبه‌رو است؛ که در زیر به سه مورد از آنها، یعنی محدودیت شرعی، تضارب فتوا و ریسک شرعی پرداخته می‌شود.

محدودیت شرعی

صکوک یکی از ابزارهای مالی اسلامی است که با شریعت و قوانین اسلامی سازگاری دارد. ساختارهای بازار صکوک باید برای هماهنگی و تبعیت از شریعت اسلامی، از برخی محدودیت‌های قوانین اسلامی مانند قرار و ربا پیروی نمایند. سازوکارهای مرتبط با تجارت صکوک باید با شریعت اسلامی سازگار باشد. بنابراین، تجارت برخی از اوراق مشابه در شریعت اسلامی مجاز نیست. این محدودیت‌ها از سوی شورای فقهی سازمان کشورهای اسلامی وضع می‌شود. بر اساس این محدودیت‌ها، زمانی می‌توان اوراق صکوک را داد و ستد کرد که مجموعه دارایی‌هایی که این اوراق نماینده آن به‌شمار می‌روند، شامل دارایی‌های فیزیکی و مالی باشد. در این رابطه، برای پیروی از قوانین شریعت اسلامی، صکوک نمی‌تواند شامل بدهی (وام) شود و اوراق صکوک باید نماینده دارایی‌های مشخص و قابل دسترس باشند. از این رو می‌توان محدودیت‌های شرعی را به قرار زیر برشمرد:

الف- تجارت وام بر اساس قوانین شریعت اسلامی امکان‌پذیر نیست؛ به عبارت دیگر، تجارت وام به‌جز بر اساس ارزش اسمی آن، در شریعت اسلامی جایز نیست. برای اینکه بتوان صکوک را در بازار ثانویه مورد معامله قرار داد، بایستی این اوراق نماینده دارایی‌های فیزیکی باشد و نمی‌توان بدون پشتوانه این اوراق را منتشر کرد.

برخی از اندیشمندان اسلامی وجود دارایی فیزیکی به ارزش ۳۳ درصد اوراق صکوک را برای انتشار آن ضروری می‌دانند. برخی دیگر این رقم را بین ۵۱ تا ۷۰ درصد در نظر گرفته‌اند (Elsheikh, Abdullatef & Tanega, ۲۰۱۱, p. ۱۸۸)؛ چرا که اگر انتشار اوراق صکوک، با قوانین و مقررات اسلامی سازگاری نداشته باشد، پیامدهای مخربی برای اعتبار منتشرکننده آن به همراه خواهد داشت و اعتماد سرمایه‌گذاران را از میان خواهد برد.

ب- یکی دیگر از محدودیت‌های شرعی اوراق صکوک این است که برخی از علمای اسلامی، تنها در مراحل ابتدایی انتشار این اوراق فعال هستند. آن‌ها فتوایی را در ارتباط با مجاز بودن انتشار اوراق صکوک صادر می‌کنند و به دیگر مراحل عملکرد این اوراق توجهی ندارند. بر اساس استانداردهای جدید سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی، هیئت‌های شرعی باید در تمامی مراحل اجرا و انتشار اوراق صکوک فعال باشند و سازگاری تمامی این مراحل با قوانین اسلامی را تضمین نمایند. به عنوان مثال می‌توان ذکر نمود که با توجه به رشد سریع بازار صکوک، علمای اسلامی نمی‌توانند به سرعت نظرات خود را درباره کالاهای اسلامی جدید مطرح نمایند؛ بنابراین، برخی از اوراق صکوک، مورد توجه انجمن علمای سازمان همکاری اسلامی و سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی قرار نگرفته است؛ در نتیجه شرایطی به وجود می‌آید که کالاها و محصولات جدید بدون دریافت تأییدیه‌های شرعی وارد بازار می‌شوند (Nanaeva, ۲۰۱۰, p. ۲۵-۲۷). با این وجود، در مراحل بعدی برخی از علما با انتقاد از این موضوع سبب بروز عدم اطمینان و سردرگمی در میان سرمایه‌گذاران می‌شوند و تصویر ابزارهای مالی اسلامی را خدشه‌دار می‌کنند. از جمله این موارد می‌توان به نظرات شیخ تقی عثمانی درباره شرعی بودن اوراق صکوک جدید اشاره کرد. این نظرات به همراه استانداردهای جدید سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی، بازار صکوک را بی‌ثبات می‌کند. این مسئله یکی از دلایل کاهش سرعت انتشار اوراق صکوک در دو سال گذشته به‌شمار می‌رود.

ج- علاوه بر آن یکی دیگر از محدودیت‌های شرعی صکوک از حیث فقه اسلامی، نبود هیچ استاندارد مشخصی در خصوص تعیین اعضای هیئت‌های شرعی است. هنگامی که افراد محدودی به عضویت هیئت‌های شرعی چندین مؤسسه مالی اسلامی در می‌آیند، شرایط نامطلوبی به وجود می‌آید (Nanaeva, ۲۰۱۰, p. ۲۵-۲۷).

تضارب فتوا در امور مالی اسلامی

یکی از مهم‌ترین چالش‌های فقهی در حوزه صکوک، فتواهای مختلف و بعضاً متفاوت در این حوزه است. وجود فتواهای مختلف سبب ایجاد کاستی‌هایی در صکوک انتظاری در حوزه مبانی شده است؛ که در سه سطح داخلی، بین‌المللی و منطقه‌ای نمود پیدا کرده است.

الف- تناقض فتواها در سطح داخلی، که در آن، وجود فتواهای مختلف بین هیئت‌ها و نهادهای شرعی در یک کشور مشهود است و ممکن است از یک نهاد به نهاد دیگر، یا از فردی به فرد دیگر متفاوت باشد. به عنوان مثال، یکی از نهادهای شرعی حقوقی می‌تواند با خرید دارایی‌های اوراق بهادار، اجازه وعده خرید صادر شده از منبع اوراق، به نفع دارندگان اوراق بهادار را بدهد و یکی دیگر از نهادها، این اجازه را ندهد؛ و کسانی که این اجازه را می‌دهند، برخی آن را فقط هنگام خرید و به قیمت بازار مجاز می‌دانند و برخی دیگر آن را با قیمت توافق شده پس از صدور آن مجاز اعلام می‌کنند و آنان که قیمت توافق شده را مجاز می‌دانند، بعضی از آنها اجازه می‌دهند که با همان قیمت فروش باشند و برخی از آنها این اجازه را نمی‌دهند، مگر اینکه با قیمتی متفاوت باشد و آنانکه همه موارد را جایز بدانند،

برخی آن را فقط به اوراق بهادار اجاره محدود می‌دانند و برخی آن را در موارد دیگر مجاز می‌دانند و همه این فتواها توسط نهادهای شرعی مؤسسات مالی اسلامی، صادر شده است (لال الدین، ۲۰۱۹، ص ۹-۱۰).

تناقض فتواها در سطح منطقه‌ای: بیانگر صدور فتواهای متناقض در دو کشور همسایه است؛ مانند مجاز بودن بیع عینه و عمل به آن در مؤسسات مالی مالزی به دلیل درستی حکم آن از نظر شافعی، و فتوای به عدم جواز آن در اندونزی و در بازار بین‌المللی سرمایه اسلامی.

تناقض فتواها در سطح بین‌المللی است؛ به گونه‌ای که فتواها با حکم‌های متفاوت از کشورهای مختلف صادر شود؛ به عنوان مثال، فتوای صادره در مالزی به مجاز بودن فروش مال موجود (بیع عینه) و فروش بدهی (بیع دین) و عمل به فروش بدهی (بیع دین) برای کسی که بدهکار است و کسانی دیگر که بدهی دارند؛ اما این موارد در کشورهای خلیج فارس جایز نیست (Seyed Ali, ۲۰۰۵, p. ۱۲-۴۳).

ریسک شرعی

یکی از مهم‌ترین ریسک‌هایی که ابزارهای مالی اسلامی با آن روبه‌رو هستند، ریسک شریعت است. از آنجا که انتظار می‌رود تمام ابزارهای اسلامی مبتنی بر اصول و موازین شریعت باشند؛ شاید در نگاه نخست، این ریسک چندان مهم تلقی نشود (Seyed Ali, ۲۰۰۵, p. ۱-۵۰). به عبارت دیگر ریسک شرعی به شرایطی گفته می‌شود که زیان ناشی از ارزش دارایی‌ها به واسطه تخطی ناشر و مسئولیت‌ناپذیری وی در برابر قوانین و قواعد شریعت، به دارندگان اوراق صکوک تحمیل شود. در صورتی که صکوک با شریعت مطابق نباشد، در اعلامیه آن موادی وضع شده که موجب فسخ آن می‌شود (فلاح شمس و رشنو، ۱۳۸۷، ص ۲۹۰).

یکی دیگر از ریسک‌های شریعت در حوزه صکوک، عدم تطابق دارایی‌های پایه با ضوابط شرعی است: یکی از الزامات صکوک با پشتوانه دارایی، دسترسی به دارایی‌های پایه برای یک فروش واقعی است. دارایی‌های پایه مدنظر باید با ضوابط شرعی و برخی الزامات اضافی دیگر مطابقت داشته باشد، تا شرایط الزم برای استفاده در فرایند اوراق بهادارسازی را داشته باشند. در ایران به علت ساختار مالی حاکم و وجود قوانین و مقررات اسلامی دقیق، ریسک شریعت پایین است. در کنار این موردها، لزوم دریافت مجوز انتشار اوراق بهادار اسلامی از سازمان بورس و اوراق بهادار در جایگاه سازمان ناظر، این ریسک را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد. سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور حداقل کردن این ریسک، کمیته‌ای فقهی تخصصی در جایگاه یکی از کمیته‌های فرعی هیأت مدیره سازمان پدید آورده است، تا این‌گونه مسائل را از نقطه نظر فقهی به صورت دقیق مورد بررسی قرار دهد و ریسک شریعت را به حداقل ممکن کاهش دهد (سروش و صادقی، ۱۳۸۷، ص ۱۷۸).

چالش‌های فقهی صکوک از حیث در حوزه مقررات

صکوک از حیث مقررات نیز با چالش‌های متعددی روبه‌رو است که در زیر به برخی مورد از آنها، یعنی کمبود عرضه، بورس بازی، نبود استانداردهای لازم، چالش‌های قانونی و نظارتی و مشکل مالکیتی در صکوک پرداخته می‌شود.

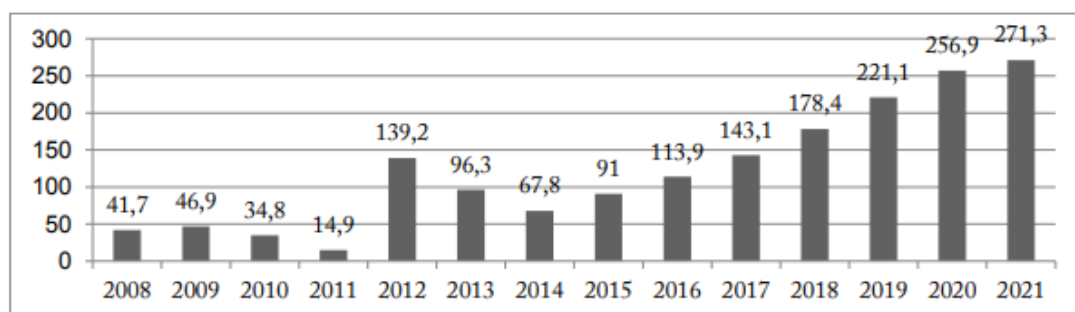
کمبود عرضه

به‌رغم افزایش انتشار اوراق صکوک در سال‌های اخیر، حجم این اوراق همچنان کافی نیست. با توجه به برخی چالش‌ها در انتشار اوراق صکوک، منتشرکنندگان این اوراق از انتشار بیشتر آن خودداری می‌کنند.

الف- اولین چالش برای انتشار اوراق صکوک، به هزینه‌های بالای آن بازمی‌گردد. ساختارهای اوراق، بهره‌گیری از تخصص و مهارت‌های بیشتری را طلب می‌کند؛ مشاوره مذهبی و استفاده از منابع مختلف در این زمینه، هزینه تولید و انتشار اوراق صکوک را افزایش داده است. بنابراین، انتشار اوراق صکوک به مدت زمان بیشتری نیاز دارد. به عنوان مثال، انتشار اوراق صکوک ای.اف.سی. الهلال به علت این محدودیت‌ها و فرایندهای موجود، سه سال به طول انجامیده است (Reuters, ۲۰۱۴, p. ۳-۹).

ب- از سوی دیگر، انتشار اوراق صکوک در مقایسه با دیگر اوراق متداول، بازدهی بیشتری دارد؛ بنابراین، متشرکنندگان این اوراق تمایل ندارند هزینه بیشتری را برای تولید و انتشار آن پرداخت کنند. این محدودیت‌ها و چالش‌ها، مانعی بر سر راه تولید و انتشار اوراق صکوک به‌شمار می‌رود. به عنوان مثال، سخنگوی وزارت دارایی کانادا به این موضوع اشاره می‌کند که «انتشار اوراق جدید، هزینه‌های بسیاری را به همراه خواهد داشت. افزایش هزینه‌ها با اهداف ما برای تولید اوراق با هزینه‌های کمتر و تأمین نیازهای مالی دولت با کم‌ترین هزینه سازگاری ندارد» (Reuters, ۲۰۱۴, p. ۳-۹).

ج- از طرفی، در بسیاری از کشورها، مقررات قانونی و مالیاتی برای تولید و انتشار اوراق صکوک وجود ندارد و قانون از انتشار این اوراق حمایت نمی‌کند. ساختار انتشار اوراق صکوک بسیار پیچیده است. بنابراین، نیازمند مالکیت و انتقال دارایی‌های فیزیکی است. در نتیجه، این محدودیت‌ها در کشورهای مختلف، انتشار صکوک را با مشکلات و چالش‌های جدی مواجه می‌کند. به عنوان مثال در اندونزی، بر اساس قانون شماره ۱ مصوب سال ۲۰۰۴، در ارتباط با وزارت خزانه‌داری این کشور، انتقال دارایی‌های دولتی به شخص ثالث با محدودیت‌های جدی روبه‌رو است. همچنین، در بسیاری از کشورهای شورای همکاری خلیج فارس، مشکلاتی در ارتباط با قوانین ورشکستگی و تولید اوراق صکوک وجود دارد. از طرفی، انتشار اوراق صکوک نیازمند قوانین و مقررات مالیاتی جدید است؛ زیرا انتشار و سرمایه‌گذاری در اوراق صکوک راه را برای دریافت مالیات‌های بیشتر فراهم می‌نماید. برخی از کشورها هنوز قوانین مالیاتی خود را برای تولید و انتشار اوراق صکوک اصلاح نکرده‌اند. بنابراین، در سال‌های گذشته انتشار صکوک در بسیاری از کشورها با محدودیت و چالش‌های بسیاری همراه بوده است. بنابراین، اصلاح قوانین موجود و تصویب قوانین جدید برای تولید و انتشار اوراق صکوک، به‌خصوص در کشورهای اسلامی از اهمیت بسیاری برخوردار است. در نمودار زیر میزان کمبود اوراق صکوک در سال‌های مختلف به نمایش گذاشته شده است (IFSB, ۲۰۱۶).



Note: 2017, 2018, 2019, 2020 and 2021 data are projection of Reuters.

Source: Reuters (2016:75).

براساس نمودار فوق، کمبود عرضه در مقایسه با میزان تقاضا کاملاً مشهود است. در هر سال، میزان تقاضا برای صکوک از میزان عرضه بیشتر بوده است؛ به عنوان مثال، در سال ۲۰۰۸، میزان تقاضا ۴۱/۷ میلیارد دلار بیش از عرضه است؛ این رقم در سال ۲۰۱۲ به ۱۳۹/۲ میلیارد دلار می‌رسد. به‌رغم کاهش اختلاف میان عرضه و تقاضا در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴، در سال‌های بعد بار دیگر این اختلاف افزایش می‌یابد. با توجه به نمودار مذکور، انتظار نمی‌رود که این اختلاف میان عرضه و تقاضا در آینده نزدیک کاهش یابد و این روند در سال‌های آینده نیز ادامه خواهد داشت.

نبود استانداردهای لازم

نبود استانداردها و شرایط لازم یکی دیگر از موانع تولید و انتشار اوراق صکوک به‌شمار می‌رود؛ زیرا استاندارد نبودن اسناد مرتبط با اوراق صکوک و همچنین تفسیرهای شرعی در این ارتباط، هزینه‌های انتشار این اوراق را در مقایسه با دیگر اوراق افزایش داده است. هزینه‌های بیشتر تولید و انتشار، اوراق صکوک را کم‌صرف می‌کند. بنابراین، نبود استانداردهای لازم از افزایش عرضه و در نتیجه گسترش بازار اوراق صکوک در سطح بین‌المللی جلوگیری می‌کند. از سوی دیگر، نبود این استانداردها سبب افزایش شک و تردید در میان صاحبان صنایع می‌شود. در نهایت، نبود استانداردهای لازم سبب تضعیف بازار ثانویه می‌شود و کاهش دادوستد می‌شود (IFSB, ۲۰۱۶, p. ۲۱). برخی از کارشناسان بازار به این موضوع اشاره کرده‌اند که استانداردهای سازی بازارهای مالی اسلامی پیامدهای منفی نیز به‌همراه دارد. به اعتقاد نویسندگان گزارش اخیر مرکز مالی بین‌المللی دویی در ارتباط با اوراق صکوک، بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی، تأثیرات به‌سزایی بر توسعه اوراق قرضه اسلامی داشته است. بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی در فوریه ۲۰۰۸ و پس از انتقادهای شیخ عثمانی در خصوص انتشار صکوک منتشر شد. این بیانیه بر اساس ۶ اصل نوشته شده است. قابلیت معامله اوراق صکوک، مسئولیت‌های مدیر اوراق صکوک، خرید دارایی بر اساس صکوک مشارکت، ساختارهای صکوک مضاربه، وکالت و وظایف علمای اسلامی، از جمله مواردی است که در این بیانیه مورد تأکید قرار گرفته است. سرمایه‌گذاران باید صاحبان قانونی دارایی‌های اساسی باشند.

به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند مالک اوراق اسمی باشند. سرمایه‌گذاران همچنین نمی‌توانند مبلغ اصلی صکوک را از طریق تعهد به خرید املاک اساسی در ارزش اسمی آن تضمین نمایند. دارایی‌ها را تنها می‌توان بر اساس قیمت بازار آن خریداری کرد و ارزش اسمی اوراق صکوک نباید تضمین شود. هنگامی که درآمدهای حاصل از دارایی‌های اساسی کم‌تر از ارزش موردانتظار باشد، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از وام استفاده نمایند. منتشرکننده اوراق صکوک می‌تواند حساب‌های ذخیره ویژه‌ای را برای جبران این کاهش درآمد در نظر بگیرد. مسئولیت علمای اسلامی نباید به صدور فتوا در مرحله اولیه تعیین ساختار صکوک محدود شود، بلکه علمای اسلامی می‌توانند بر دیگر مراحل مرتبط با اوراق صکوک نظارت داشته باشند. تمامی این شرایط، هزینه انتشار صکوک را افزایش می‌دهد و فرایند آن را پیچیده‌تر می‌نماید.

براساس دستورالعمل مرکز مالی بین‌المللی اسلامی دویی، در سال ۲۰۰۸، سهم اوراق صکوک مشارکت و مضاربه به ترتیب ۸۳ و ۶۸ درصد کاهش یافته است. به ادعای این دستورالعمل، بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی، مهم‌ترین دلیل این تغییرات بوده است.

یکی دیگر از مسائل مهم تعیین مقررات و استانداردهای سازی اوراق صکوک، همکاری میان نهادهای نظارتی است. با وجود اینکه تأسیس نهادهای نظارتی اسلامی برای مؤسسات مالی در تمامی کشورها دشوار خواهد بود، تأسیس یک اداره حکومتی لازم و ضروری است. هنگامی که استانداردهای بین‌المللی در ارتباط با مسائل مالی اسلامی مشخص شود، تعیین مقررات محلی (داخلی کشورها) ساده‌تر خواهد بود (Nanaeva, ۲۰۱۰, p. ۲۵-۲۷).

ریسک قوانین و مقررات

ریسک قوانین و مقررات یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است. در حالت کلی می‌توان این ریسک را به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم کرد. ریسک قوانین و مقررات داخلی شامل احتمال تغییر تمام قوانین و مقررات مرتبط با انتشار اوراق، قوانین مالیاتی، قوانین خاص (مانند ممنوعیت تملک زمین به وسیله اتباع بیگانه) و ریسک قراردادهای حقوقی منعقد شده بین طرف‌های گوناگون است. در این باره دو نکته اهمیت دارد، نکته نخست آنکه، مسئولیت اجازه انتشار عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار است و در صورتی که این نهاد نظارتی رویه ثابتی درباره وضع مقررات مربوطه داشته باشد، ریسک قوانین و مقررات کاهش می‌یابد. نکته دوم آنکه، بسیاری از ریسک‌های صکوک اجاره را می‌توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد. از این رو نوع و میزان اعتبار قرارداد حقوقی منعقد شده بین طرف‌های فعال در فرایند انتشار صکوک اجاره بسیار مهم و حائز اهمیت است. این موضوع تحت تأثیر قوانین حقوقی هر کشور است. در موردهای معدودی، قراردادهای حقوقی منعقد شده، سرمایه‌گذاران را دچار مشکل‌هایی کرده است. مهم‌ترین نمونه آن، صکوک اجاره‌ای بود که در سال ۲۰۰۲ در مالزی منتشر شده بود. در این صکوک، به علت عدم استفاده از قراردادهای حقوقی معتبر و متناسب با بستر حقوقی کشور مالزی، مشکل‌های حقوقی متعدد برای سرمایه‌گذاران و دارندگان صکوک پدید آمد.

بُعد دیگر، ریسک قوانین و مقررات خارجی است. هنگامی این ریسک پدید می‌آید، که اوراق اجاره در سطوح بین‌المللی منتشر شود. این ریسک از دو بُعد قابل بررسی است. بعد نخست مربوط به سرمایه‌گذاران بین‌المللی است، که تابع قوانین کشور خود هستند و مهم‌ترین ریسک آن، ریسک مالیاتی است. بعد دوم زمانی رخ می‌دهد که نهادهای فعال در این اوراق، متعلق به چند کشور باشند. از آنجا که قانون و مقررات خاصی بر نحوه فعالیت نهادهای چند ملیتی وجود ندارد، باید اوراق به گونه‌ای طراحی شوند که بر ریسک ناشی از اعمال مقررات کشورهای گوناگون بر نهادهای مالی فعال، به حداقل ممکن رسد (سروش و صادقی، ۱۳۸۷، ص ۱۷۷-۱۷۸).

مسئله مالکیت در اوراق بهادار

به طور کلی در خصوص مالکیت اوراق بهادار در کشورهای مختلف دو نوع سیستم مالکیت حاکم است: سیستم سنتی مالکیت مستقیم اوراق بهادار که در کشورهای تابع حقوق رومی-ژرمنی نظیر اسپانیا اجرایی می‌شود، و سیستم مالکیت غیرمستقیم، که در کشورهای تابع سیستم حقوقی نگهدارنده کامن‌لا، نظیر آمریکا استفاده می‌شود. در سیستم مالکیت غیرمستقیم، واسطه صرفاً اوراق نیست؛ بلکه مال در ملکیت او حبس می‌شود و سرمایه‌گذاران که خریداران بعدی هستند، حقوق ناشی از مالکیت را دارا می‌شوند (باقری و شوشی‌نسب، ۱۳۹۲، ص ۸۶). براساس سیستم سنتی مالکیت مستقیم، تحویل اوراق بهادار به شکل کاغذی آن، از نظر زمان و صرف منابع، بسیار سخت، پیچیده و پرهزینه است.

چنین عملیاتی دربردارنده ریسک‌های حقوقی جدی نیز است؛ زیرا اوراق بهادار کاغذی قابلیت نقل و انتقال و جابه‌جایی داشته و ممکن است، سرقت، مفقود یا جعل شود. بنابراین، مسئله مالکیت در اوراق این‌گونه نشان می‌دهد که اکثر اوراق صادره، از نوع اوراق مبتنی بر اموال و دارایی‌های هستند، که در آن مالکیت منفعتی دارندگان اوراق، بدون مالکیت قانونی منتقل می‌شود. اصل این است که به نام صاحبان واقعی آن ثبت شود، و اگر این امر از نظر قانونی امکان‌پذیر نباشد، باید ضوابط شرعی حقوقی آن فراهم شود. در نتیجه، اشکال مربوط به مسائل مالکیت در اوراق بهادار، از دو جنبه مطرح می‌شود:

جنبه اول: اینکه محل اوراق بهادار منعقد شده، قابلیت عقد بیع (قرارداد فروش) یا اجاره مطابق با قانون داخلی که قرارداد اوراق در آن منعقد می‌شود، باشد.

جنبه دوم: محل حواله (اوراق)، به صورت قانونی ثبت شود. در این جنبه، اصل این است که دارندگان اوراق، دارایی‌های مربوط به اوراق را به صورت قانونی و سودمند در اختیار بگیرند؛ اما مالکیت سودمند یا عادلانه (عدلیه)، غالباً به خاطر ماهیت دارایی‌های اوراق اعمال می‌شود، و انتقال آن، به دلیل پیامد از دست رفتن منافع عمومی، دشوار است (لال‌الدین، ۲۰۱۹م، ص ۱۱-۱۶).

بورس بازی

یکی از مهم‌ترین نکاتی که باید در بازار مالی اسلامی به آن توجه شود، دوری از سفته‌بازی و بورس بازی است؛ چرا که در بسیاری از بحران‌های اقتصادی گذشته، نقش بورس‌بازان به عنوان یکی از عوامل بروز بحران ثابت شده است. در تمامی این بحران‌ها، الگوی ثابتی وجود دارد؛ اولاً، قیمت اقتصادی باعث ایجاد فعالیت‌های گسترده بورس بازی شده است. سپس این فعالیت بورس بازی منجر به ایجاد وضعیت هرج و مرج و در پایان بدون اینکه چاره باشد، باعث سقوط بازار می‌گردد (صالح‌آبادی، ۱۳۹۰، ص ۱۳-۱۶). براین اساس، هر عملیات و فرایندی که موجب سفته‌بازی می‌باشد، ممنوع است. از آنجا که سفته‌بازی مخصوص اوراق بهادار است، صکوک نیز در معرض استفاده سفته‌بازان قرار دارد. عملیات سفته‌بازی از دو طریق می‌تواند در فرایند انتشار صکوک وارد شود؛ اول زمانی که ورقه صکوک بدون پشتوانه عینی باشد. دوم زمانی که دارنده ورقه صکوک قبل از اینکه قدرت تصرف در عین -مورد انتشار اوراق صکوک- را پیدا کند و به قولی مالکیت وی مسجل و کامل شود، اقدام به فروش اوراق کند. لذا با عنایت به اینکه وجود بازار ثانویه تنها زمانی مردود و نادرست است که باعث عملیات سفته‌بازی گردد، لازم است؛ اولاً پرداخت سود از طریق «SPV» خریداران صکوک، بعد از به جریان افتادن دارایی عینی در فرایند عملیات سودده صورت پذیرد؛ چرا که قبل از آن ممنوع است. ثانیاً، خرید بیشتر و فروش صکوک توسط خریداران تنها زمانی مجاز باشد که مالکیت این افراد بر دارایی مورد بحث آن، چنان مسجل شود که بتوانند در دارایی مورد نظر تصرف کنند و قدرت بر تسلیم آن را داشته باشند.

عملیات بورس بازی نیز در فقه اسلامی نیز مطرح شده است؛ به عنوان مثال: ع. منان می‌گوید: مادامی که سفته‌بازی با کمک به تولید و کنترل نوسانات قیمت‌ها به اجتماع خدمت می‌کند، با روح اسلام مطابق است؛ اما سفته‌بازانی که در پی نفع شخصی خود هستند، کمبودهایی مصنوعی پدید می‌آورند که نتیجه آن فشار بر اقتصاد می‌شود؛ اسلام چنین اعمال سفته‌بازی و سلف‌خری را محکوم می‌کند (ورشید، ۱۳۷۴، ص ۳۱۹-۳۲۰).

یوسف کمال محمد، بین مقامره (قماربازی) و مخاطره (تحمل ریسک) فرق می‌گذارد و معتقد است: مقامره بر تخمین تغییر قیمت‌ها در آینده مبتنی است؛ در حالی که مخاطره، بر سود سرمایه‌گذاری ابنا دارد. وی که معتقد است مقامره اثر سویی بر اقتصاد دارد، از قول کینز چنین نقل می‌کند: مادامی که بورس بازان به وظیفه خود عمل می‌کنند، ضرری برای بازار ندارند؛ زیرا آن‌ها در این صورت فقط حساب‌هایی هستند که روی رودخانه‌ای که بر بستر مخاطره حرکت می‌کند، ظاهر می‌شوند؛ ولی وقتی وضع بازار اهمیت فراوانی می‌یابد، که بازار حول محور مقامره بگردد و مخاطره، حساب‌هایی باشد که به دنبال مقامره حرکت می‌کند (کمال محمد، ۱۹۹۳م، ص ۲۶۰-۲۶۲).

نتیجه‌گیری

دادوستد یکی از مؤلفه‌های اساسی و یک بخش اجتناب‌ناپذیر از روابط جوامع انسانی است، دین مبین اسلام به عنوان کامل‌ترین دین الهی، به این نیاز اساسی انسان که ناشی از روابط اجتماعی اوست، توجه کافی مبذول داشته است. با مروری بر کتب فقهی درمی‌یابیم که همواره در فقه، به عنوان قانون و برنامه زندگی بشر، بابتی به نام معاملات وجود دارد که در کتب فقهی تحت عنوان «البیع» و «المکاسب» از آن نام برده شده است. رویکرد دین اسلام در مورد روابط اقتصادی و دادوستدهایی که در دوران قبل از اسلام در بین مردم رایج بوده، اغلب به صورت امضایی است. بدین ترتیب در برخی از مواقع، اجازه تداوم روابط اقتصادی به همان صورت پیشین داده شده و در برخی موارد، تعدیلات و اصلاحاتی صورت پذیرفته است، تا با معیارهای شرع مقدس اسلام تطبیق یابد. از آنجا که اوراق قرضه مبتنی بر قرض با بهره است، از دیدگاه اسلام ربا محسوب شده و حرام است؛ لذا در کشورهای اسلامی نمی‌توان از این اوراق جهت تأمین مالی استفاده کرد. برای رفع این مشکل در ابتدا به انتشار اوراق مشارکت پرداخته شد؛ اما از آنجا که این اوراق به پشتوانه یک طرح فیزیکی منتشر می‌شود و زمانی که شرکت‌ها برای خرید دارایی و تأمین نقدینگی دچار مشکل شوند، اوراق مشارکت کاربردی ندارند، متخصصان مالی ابزار مالی جدید را طراحی نمودند. در نهایت با ایجاد بانکداری اسلامی، ابزارهای مالی اسلامی یا همان صکوک ایجاد گردید. با وجود سابقه کم انتشار این ابزارها و عدم آزمایش آنها در بوته بحران‌های مالی و نوسانات اقتصادی و چالش‌هایی از جمله محدودیت‌های شرعی؛ تضارب فتوا در امور مالی اسلامی و ریسک شرعی در کاربرد اوراق بهادار در حوزه مبانی و کمبود عرضه، بورس بازی، نبود استانداردهای لازم، چالش‌های قانونی و نظارتی و مشکل مالکیتی در صکوک، تردیدهایی در موفقیت بلندمدت آنها ایجاد می‌کند و ریسک واقعی پیش روی سرمایه‌گذاران را غیرقابل تعیین می‌نماید. لذا در این راستا پیشنهاد می‌شود که ضمن اینکه یک انجمن فقهی روند انتشار اوراق را تأیید کند، بر چگونگی عملکرد آن نظارت داشته باشد. در مرحله بعدی انتشار صکوک باید توسط یک هیئت شرعی مورد تأیید قرار گیرد، تا سازگاری انتشار این اوراق با قوانین اسلامی تأیید گردد؛ این موضوع مستلزم آن است که، هیئت‌های شرعی باید در تمامی مراحل اجرا و انتشار اوراق صکوک فعال باشند و سازگاری تمامی این مراحل با قوانین اسلامی را تضمین نمایند.

منابع

قرآن کریم.

- احمدی حاجی آبادی، سید روح‌الله (۱۳۸۶). بررسی فقهی - نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک). راهبرد، شماره ۱۲.
- باقری، محمود؛ شوشی نسب، نفیسه (۱۳۹۲). مالکیت مستقیم و غیرمستقیم اوراق بهادار. *مطالعات حقوق تطبیقی*، دوره ۴، شماره ۲.
- حسینی زاده مظلومی، سید رضا (۱۳۸۹). *بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن*. تهران: دانشگاه امام صادق(ع).
- دره شیری، علی؛ فاضلیان، سید محسن؛ غلامی، حسن (۱۳۹۸). شناسایی و اولویت‌بندی چالش‌های گسترش بازار صکوک در ایران. *تحقیقات مالی اسلامی*، سال ۹، شماره ۲، ص ۶۱۱-۶۴۶.
- سروش، ابوذر؛ صادقی، محسن (۱۳۸۷). مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره). *اقتصاد اسلامی*، سال ۷، شماره ۲۷.
- صالح‌آبادی، علی (۱۳۸۸). بورس‌بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام. *مجله پژوهشی دانشگاه امام صادق(ع)*، شماره ۲۰.
- صالح‌آبادی، علی (۱۳۹۰). بورس‌بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام. *کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار*، ص ۱۳-۱۶.
- عبادی، روح‌الله؛ گل‌محمدی، طیبه (۱۳۹۸). بررسی ارتباط ساختار تأمین مالی اقتصاد و بازار سرمایه. *اقتصاد و بانکداری اسلامی*، شماره ۲۷.
- عمادی، سید جواد؛ خمیس‌آبادی، زینب (۱۳۹۶). آسیب‌شناسی چالش‌های تأمین مالی اسلامی با تأکید بر اوراق صکوک. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، شماره ۲.
- فضل‌الله، بشیر عمر محمد (۲۰۰۶م). *تجربه البنك الإسلامی للتنمیه فی دعم التنمیه فی الدول الإسلامیه، والتحديات المستقبلیه التي تجابه الصناعه المصرفیه الإسلامیه*. جده: مجمع الفقه الإسلامی.
- فلاح شمس، میرفیض؛ رشنو، زینب (۱۳۸۷). ریسک در صکوک و مصون‌سازی آن براساس موازین شرعی. در: *نوزدهمین همایش بانکداری اسلامی*.
- فلاح شمس، میرفیض؛ شهرآبادی، ابوالفضل؛ معلمی، مرتضی (۱۳۹۳). بررسی و تحلیل ماهیت صکوک استصناع به منظور تعیین ویژگی‌های پروژه‌های دارای قابلیت تأمین مالی به وسیله این اوراق. در: تهران: کنفرانس بین‌المللی توسعه و تعالی کسب‌وکار.
- لال‌الدین، محمداکرم (۲۰۱۹م). *الإشکالات والضوابط الشرعیه لإصدار الصکوک السیادیه. المالیه التشارکیه للأبحاث والدراسات الفقهیه والقانونیه*، رقم اول.
- ماجد السید، احمد؛ الهاشمی، ندی (۲۰۱۶). *دراسة قطاع الاقتصاد الإسلامی بدولة الإمارات العربیه المتحده*. وزارة الاقتصاد لدولة الامارات العربیه المتحده.

- المحی، عصام الزین (۲۰۰۴م). *تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة*. عمان، الأردن: الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.
- مجلسی، محمدباقر (۱۳۸۸). *بحار الانوار*. قم: انتشارات اسلاميه، ج ۶۴.
- محقق حلّی، جعفر بن حسن (۱۴۰۳ق). *شرايع الاسلام*. بی جا: دارالهدی للطباعة و النشر، چاپ سوم، ج ۲.
- موسویان، سید عباس (۱۳۷۷-۱۳۷۸). *نظریه‌های بهره و ربا. نقد و نظر*، سال ۵، شماره ۱-۲.
- نیکومرام، هاشم؛ افتخاری اکبری، اکبر (۱۳۹۵). *ابزارهای مالی اسلامی گامی جهت تعمیق ابزار مالی*. قابل دسترس در: <http://akbareftekhari.ir/fa/Files/Article/Islamic%20financial%20as%20instruments%20financial%20market%20developer.pdf>
- ورشید، احمد (۱۳۷۴). *مطالعاتی در اقتصاد اسلامی*. ترجمه محمدجواد مهدوی. مشهد: بنیاد پژوهش‌های آستان قدس رضوی.
- یارمحمدی، رضا و همکاران (۱۳۹۶). *شناسایی و اولویت‌بندی معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی*. *اقتصاد اسلامی*، سال ۹، شماره ۲.
- یوسف کمال محمد (۱۹۹۳م). *فقه الاقتصاد التقدی*. دار الصابونی دارالهدایه.

Al Elsheikh, A.A. & Tanega, J. (۲۰۱۱). Sukuk Structure and its Regulatory Environment in the Kingdom of Saudi Arabia. *Law and Financial Markets Review*, Vol.۵, No.۳, p. ۱۸۸.

IFSB (Islamic Financial Services Board) (۲۰۱۶). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016*. Islamic Financial Services Board Malaysia Publishing, Malaysia, p.۱۹.

Nanaeva, Zh.K. (۲۰۱۰). *How risky sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds*. Dissertation submitted in partial fulfillment of the degree of MSc in Finance and Banking.

Reuters (۲۰۱۴). *Islamic Finance Looks to Shake off Sukuk Pricing Hitch*. Available at: <http://ww.w.reuters.com/article/islamic-finance-sukuk-idUSL1N0O60TQ20140522>, ۱۰,۰۹,۲۰۱۶.

Seyed Ali, S. (۲۰۰۵). *Islamic Capital Market Products: Developments & Challenges*, Available at: <https://econpapers.repec.org/paper/risirtiop/0213.htm>