

نقد و بررسی کتاب:

"مقدمه‌ای بر مالیه اسلامی؛ نظریه و عمل"^۱

دکتر سید حسین میر جلیلی^۲

۱- مقدمه

مالیه اسلامی بخشی از مطالعات اقتصاد اسلامی است که طی دو دهه اخیر انجام شده و به سرعت توسعه یافته است. جمهوری اسلامی ایران از جمله کشورهای پیشگام در انتشار ابزارهای مالی اسلامی (اوراق مشارکت) است. مالیه اسلامی غالباً دلالت بر نظامی دارد که بهره را تحریم می‌کند. اما در واقع فراتر از این است. در این کتاب ابعاد نظریه و کاربرد مالیه اسلامی معرفی شده است. در این مقاله، ابتدا محتوای فصول کتاب معرفی شده و سپس به نقد کاربرد مالیه اسلامی پرداخته می‌شود.

۲- معرفی محتوای کتاب

این کتاب شامل سیزده فصل و یک واژه‌نامه برای اصطلاحات عربی و اسلامی به کار رفته در کتاب است.

^۱. Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, "An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice," John Wiley & Sons Pte Ltd, 2007 (332 Pages)

^۲. دانشیار پژوهشکده اقتصاد - پژوهشگاه علوم انسانی

فصل اول با عنوان مقدمه، به معرفی نهادهای اقتصادی، قواعد و قراردادهای عدالت و نظام مالی اسلامی پرداخته است. در ادامه فصل اول به ارائه تحولات اقتصاد، بانکداری و مالیه اسلامی از آغاز تاکنون پرداخته و آن را در سه مرحله توضیح می‌دهد. مرحله اول، قبل از سال ۱۹۵۰، مرحله دوم، دهه ۱۹۶۰ تا دهه ۱۹۸۰ و مرحله سوم از دهه ۱۹۹۰ تاکنون است. قبل از دهه ۱۹۵۰، مسلمانان، به مؤسسات مالی مبتنی بر بهره اعتراض می‌کردند و نهادهایی برای اعطای وام بدون بهره، ایجاد نمودند. بانک بارکلیز^۱ شعبه‌ای در قاهره در دهه ۱۸۹۰ ایجاد کرد تا معاملات مالی مربوط به احداث کانال سوئز را انجام دهد. محققان اسلامی عملیات این بانک را به دلیل وجود بهره به چالش کشیدند. این اعتراض به سایر کشورهای عربی و شبه قاره هند نیز گسترش یافت. در مرحله دوم تحولات بدین ترتیب بود که در دهه ۱۹۵۰ مطالعات نظری در اقتصاد اسلامی شروع شد. در ۱۹۵۳ اقتصاددانان مسلمان اولین توصیف از یک بانک بدون بهره مبتنی بر وکالت یا مضاربه دو طرفه ارائه کردند. بانک میت غمیر در مصر و صندوق زیارتی در مالزی ایجاد شدند. بانک اسلامی دبی به عنوان اولین بانک تجاری اسلامی، در ۱۹۷۴ فعالیت خود را آغاز کرد. در ۱۹۷۵ بانک اسلامی توسعه^۲، تاسیس شد. دهه ۱۹۸۰ شاهد اسلامی شدن بانکداری در جمهوری اسلامی ایران، پاکستان و سودان بود. مؤسسه آموزش و تحقیقات اسلامی (IRTI) توسط بانک اسلامی توسعه در ۱۹۸۱ تاسیس شد. کشورهایی مانند بحرین و مالزی، بانکداری اسلامی را به موازات بانکداری مرسوم، راه‌اندازی کردند. در مرحله سوم یعنی از دهه ۱۹۹۰ تاکنون، سازمان حسابداری و حسابرسی برای نهادهای مالی اسلامی^۳ تاسیس شد. بیمه اسلامی (تکافل) فعالیت خود را آغاز کرد و شاخص اسلامی داو جونز و شاخص FTSE سهام، منطبق با شریعت ایجاد شد. پس از سال ۲۰۰۰، هیأت خدمات مالی اسلامی^۴ ایجاد شد تا به امور نظارتی و تنظیمی و موضوعات راهبردی شرکتی در فعالیت مالی اسلامی بپردازد. انتشار

^۱.Barclays Bank

^۲.Islamic Development Bank

^۳. Accounting and Auditing organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).

^۴.Islamic Financial Services Board (IFSB)

صکوک (اوراق بهادار اسلامی) نیز توسعه یافت. علاوه بر صکوک، گواهی اسلامی با پشتوانه رهن^۱، منتشر شد. ساختارهای متفاوتی از صکوک به طور موفقیت‌آمیزی در بحرین، مالزی و بریتانیا شروع به کار کردند. در میان ناشران صکوک، شرکت‌های سهامی، مؤسسات دولتی و چند جانبه مانند بانک اسلامی توسعه، بانک جهانی و دولت بحرین، قطر و جمهوری اسلامی پاکستان وجود دارد. طی دوره رونق بازار سهام در دهه ۱۹۹۰، چند صندوق سهام مبتنی بر شریعت پدید آمد. داو جونز و تایمز مالی، شاخص‌های اسلامی ایجاد کردند تا عملکرد صندوق‌های سهام اسلامی را دنبال کنند. چندین نهاد برای ایجاد و حمایت از یک نظام مالی قوی ایجاد شدند. این نهادها شامل بازار مالی اسلامی بین‌المللی^۲، مؤسسه بین‌المللی رتبه‌بندی اسلامی^۳، شورای عمومی بانک‌های اسلامی و نهادهای مالی^۴ و مرکز داوری و توافق نهادهای مالی اسلامی^۵ است.

فصل دوم با عنوان نظام اقتصادی، آن را مجموعه‌ای از نهادها برای تخصیص منابع، تولید و مبادله کالاها و خدمات و توزیع ثروت و درآمد حاصله تعریف می‌کند و اصول نظام اقتصادی اسلام را حقوق مالکیت، تمهیدات مالکیت خصوصی، قراردادهای اعتماد، تمهیدات فردی، اهمیت کار و تلاش، وسیله بودن مال و ثروت برای هموار کردن راه برای دستیابی به هدف نهایی، مفهوم برکت، سهیم شدن در ریسک، همکاری و رقابت و عدالت اقتصادی در جامعه اسلامی می‌داند. نقش دولت در نظام اقتصادی اسلام، اولاً: تضمین دسترسی برابر به منابع طبیعی و وسایل زندگی و ثانیاً: تضمین اینکه همه از فرصت برابر برخوردارند و ثالثاً: تضمین این که بازارها تحت نظارت قرار دارند به طریقی که عدالت در مبادله می‌تواند به دست آید. و رابعاً: تضمین اینکه عدالت توزیعی انجام می‌شود. در واقع نظام اقتصادی اسلام، یک نظام مبتنی بر قاعده^۶ است.

^۱ Islamic asset-backed certificates

^۲ International Islamic Financial Market (IIFM)

^۳ International Islamic Rating Agency (IIRA).

^۴ General council of Islamic Banks and Financial Institutions (CIBAFI)

^۵ Arbitration and Reconciliation Centre for Islamic Financial Institutions

^۶ Rule-based system

در فصل سوم با عنوان قراردادهای مالی و ربا (بهره)، از جمله اصول نظام مالی اسلامی را احترام به حقوق مالکیت و لزوم وفای به قراردادها، تحریم ربا (بهره) و حذف ابهام قراردادی (غرر) می‌داند. در نظام اقتصاد اسلامی، قراردادهای مالی مانند سایر قراردادها است و مشروط به انطباق با اصول شریعت می‌باشند. یک قرارداد مالی در صورتی معتبر است که مشتمل بر عنصر ربا، غرر، قمار و میسر (بازی شانس که متضمن فریبکاری است) نباشد. غرر در قراردادهای مالی مربوط به اطلاعات و ناطمینانی ایجاد شده به دلیل فقدان اطلاعات یا کنترل قرارداد است. غرر ناشی از بی‌اطلاعی در معامله است مانند ابهام در قیمت دقیق فروش یا توانایی فروشنده یا تحویل عملی آنچه فروخته شده و غیره. وجود غرر در یک قرارداد، آن را باطل می‌کند. غرر بنا به تعریف وضعیتی است که هر یک از طرفین قرارداد در مورد جزئی از موضوع قرارداد اطلاعاتی دارد که به طرف دیگر نداده است و یا موضوع قرارداد چیزی است که هیچکدام از طرفین قرارداد بر آن کنترل ندارد و لذا در غرر ناطمینانی بیش از حد وجود دارد.

فصل چهارم با عنوان ابزارهای مالی، فعالیت اقتصادی را به صورت قراردادهایی میان کارگزاران اقتصادی^۱ می‌داند. بر این اساس یک ابزار مالی، قراردادی است که شرایط آن، ریسک و بازدهی آن ابزار را تعریف می‌کند. اساساً ساختار قانون شریعت اسلامی، به صورت قراردادی است و روابط اقتصادی در قالب قراردادها دیده شده است. در اسلام، اگر قراردادی شامل هیچ جزء تحریم شده نباشد یا قاعده‌ای را نقض نکند، قراردادی مجاز است. ابزارهای مالی اسلامی مجموعه‌ای از قراردادها است. قراردادهای مالی را می‌توان به چهار دسته تقسیم کرد:

- ۱- قراردادهای معاملاتی^۲
- ۲- قراردادهای تامین مالی^۳
- ۳- قراردادهای واسطه‌گری
- ۴- قراردادهای رفاه اجتماعی

^۱Economic Agents

^۲Transactional Contracts

^۳Financing Contracts

قراردادهای معاملاتی مربوط به معاملات اقتصادی بخش واقعی است که مبادله، فروش و تجارت کالاها و خدمات را تسهیل می‌کند. این قراردادها، دارایی ایجاد می‌کند که علاوه بر این مبنای تامین مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. قراردادهای تامین مالی، راه‌های ایجاد و اعطای اعتبار، تسهیل تامین مالی قراردادهای معاملاتی و ارائه کانال‌هایی برای تشکیل سرمایه و تخصیص منابع میان سرمایه‌گذاران و کارآفرینان است. قراردادهای تامین مالی ابزارهایی هستند که برای تامین مالی قراردادهای معاملاتی به شکل تامین مالی تجارت یا اوراق بهادار با پشتوانه دارایی یا برای فراهم کردن سرمایه از طریق مشارکت سهمی به کار می‌رود.^۱ نقش قراردادهای واسطه‌گری، تسهیل اجرای قراردادهای معاملاتی است. این قراردادها شامل مضاربه، مشارکت، کفالت (ضمانت)، امانت، تکافل (بیمه)، وکالت (نمایندگی) و جماله است. قراردادهای رفاه اجتماعی برای ارتقای رفاه و بهزیستی افراد محروم است. اگر چه تسهیل قراردادهای رفاه اجتماعی در ورای قلمرو واسطه‌گری است، یک نهاد واسطه‌ای می‌تواند با نهادینه کردن قراردادهای رفاه اجتماعی، خدماتی به جامعه ارائه کند. در حالی که قراردادهای معاملاتی، نتیجه‌اش انتقال مالکیت است، قراردادهای استفاده از دارایی تنها حق استفاده از دارایی فیزیکی را به فرد می‌دهد. این دو نوع قرارداد، مبنای فعالیت‌های اصلی کسب و کار در اقتصاد است.

فصل پنجم با عنوان واسطه‌گری مالی به معرفی قراردادها و نهادهای مالی واسطه‌ای در نظام مالی اسلامی می‌پردازد. قراردادهای واسطه‌گری، اجرای قراردادهای معاملاتی و تامین مالی را تسهیل می‌کند. این قراردادها می‌تواند خدمات واسطه‌گری از قبیل انتقال دارایی، پرداخت، خدمات امانتداری و مدیریت ریسک را انجام دهد. در این فصل ویژگی‌های مضاربه به عنوان یکی از قراردادهای مورد استفاده در واسطه‌گری توضیح داده شده است. سپس نهادهای مالی اسلامی با توجه به خدماتی که ارائه می‌کنند به پنج مقوله زیر تقسیم شده و فعالیت‌های آنها در کشورهای مختلف توضیح داده شده است.

^۱. Diminishing Partnership

- گیشه‌های اسلامی^۱ در بانک‌های مرسوم
- صندوق‌ها و بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی
- شرکت‌های اسلامی رهنی^۲
- شرکت‌های تکافل (نهادهای بیمه اسلامی)
- شرکت‌های مضاربه

فصل ششم با عنوان نظام مالی اسلامی، اجزای نظام مالی اسلامی شامل نظام بانکداری، بازارهای مالی (شامل بازارهای پول و سرمایه) و نظام حقوقی، توضیح داده شده است. سپس ثبات نظام مالی اسلامی بررسی شده است و توضیح داده شده است که در نظام مالی مبتنی بر مشارکت، توان جذب شوک بیشتر از نظام مبتنی بر بدهی است. در ادامه فصل، دو نوع نظام مالی: "بانک محور" و "بازار محور"، اشاره شده و مورد بحث قرار گرفته است.

فصل هفتم با عنوان خدمات مالی اسلامی به بررسی زمینه‌های توسعه بیشتر خدمات مالی اسلامی به ویژه لزوم ایجاد نهادهای مکمل برای تنظیم استاندارد، مؤسسات رتبه‌بندی، اتاق‌های پایاپای^۳ و موارد مشابه برای توسعه خدمات مالی اسلامی می‌پردازد. افزون بر آن چندین زمینه مطرح شده است که بهبود آن می‌تواند کارکرد نهادهای ارایه‌کننده خدمات مالی اسلامی را بهبود بخشد. اول: مهندسی مالی برای نهادهای مالی به منظور معرفی محصولات جدید منطبق با شریعت برای ارتقای نقدشوندگی در بازار و ارائه ابزارهایی جهت مدیریت ریسک و متنوع‌سازی پرتفوی است. دلیل اصلی فقدان مهندسی مالی، در دسترس نبودن منابع کافی برای سرمایه‌گذاری در آن است، چون اندازه متوسط یک بانک اسلامی، نسبتاً کوچک است و این مانع می‌شود که بانک‌ها بتوانند جهت تحقیق و توسعه لازم برای مهندسی مالی، منابع خود را اختصاص دهند. معرفی یک محصول جدید و یا خدمات جدید، منابع بر است و نیازمند زیرساخت

^۱. Islamic windows

^۲. Islamic Mortgage Companies

^۳. Clearing houses

لازم است که فرایند آن: تحقیق بازار، طراحی محصول، توسعه، عرضه^۱ و سرانجام حسابداری مناسب است. دوم: مدیریت ریسک و متنوع سازی است. موج کنونی جهانی شدن و آزاد سازی بازار سرمایه نیاز به افزایش تدابیر مدیریت ریسک به ویژه برای بازارهای اسلامی را ایجاد می‌کند. با توجه به منابع محدود، بانک‌های اسلامی غالباً قادر به پرداخت هزینه بالای سیستم‌های اطلاعات مدیریت یا فناوری ارزیابی و پایش ریسک نیستند. با مدیریت ضعیف و فقدان سیستم‌های خاص پایش ریسک، در معرض ریسک قرار گرفتن بانک‌های اسلامی، مطمئناً بالا است. سوم: نرخ مرجع به عنوان معیار^۲ عملکرد مورد نیاز است. در حال حاضر معیار مبتنی بر بهره مانند LIBOR پذیرفته شده که به دلیل فقدان معیار، انجام شده است. اما موضوع ایجاد معیار مبتنی بر نرخ بازدهی، می‌تواند روش اسلامی تأمین مالی را منعکس سازد.

فصل هشتم با عنوان بازارهای سرمایه به بررسی بازار سرمایه اسلامی می‌پردازد. در بازار سرمایه اسلامی هم اکنون دو نوع اوراق بهادار وجود دارد: سهام و صکوک. در این بازار، تنها سهام شرکت‌هایی که فعالیت‌شان مطابق شریعت است، معامله می‌شود. در ادامه فصل به معرفی اوراق قرضه اسلامی (صکوک) می‌پردازد و ده نوع صکوک طبق عقود مانند اجاره، مرابحه، استصناع، سلم و مشارکت معرفی می‌کند و مدل عملیاتی آنها را توضیح می‌دهد. چالش‌های بازار صکوک در ادامه این بخش مطرح شده است. در بازار سرمایه اسلامی، نهادهای مالی، تحت عنوان صندوق‌های اسلامی^۳ نیز فعالیت می‌کنند. صندوق‌های اسلامی مبتنی بر قرارداد مضاربه هستند و ساختار آنها کاملاً شبیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۴ در نظام متعارف است. در دهه گذشته، انواع مختلفی از صندوق‌ها وارد بازار شده‌اند که برخی از آنها عبارتند از: صندوق‌های سهام و کالا. صندوق‌های اسلامی^۵ سهام^۵، مشابه صندوق‌های مشترک سهام برای

^۱. Placement

^۲. benchmark

^۳. Islamic funds

^۴. Mutual funds

^۵. Equity funds

سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی^۱ در بازار مرسوم است که سرمایه‌گذاری در سهامی است که معیارهای معینی را برآورده می‌سازد. ایجاد یک صندوق سهام، دو مرحله دارد؛ غربال کردن و فیلتر کردن. غربال کردن مربوط به بررسی سهام برای حذف شرکت‌هایی است که فعالیت‌شان منطبق با شریعت نیست. بعد از غربال اولیه، فرآیند فیلتر کردن توسط مدیر صندوق براساس نسبت‌های مالی مانند وجود بدهی یا درآمد ناشی از اوراق بهادار بدهی صورت می‌گیرد. حذف سهام شرکت‌هایی که منطبق با شریعت نیستند، آسان است، ولی فیلتر کردن، دشوار است. آینده صندوق‌های اسلامی سهام به دلیل موج خصوصی‌سازی در کشورها، روشن است. صندوق‌های کالایی شکل رایج دیگری از صندوق‌های اسلامی هستند. در این صندوق‌ها، مشارکت سرمایه‌گذار در خرید کالای مختلف، با هدف فروش مجدد آنها استفاده می‌شود. سود حاصله از فروش، درآمد صندوق است که به طور تناسبی میان پذیرهنویس‌ها توزیع می‌شود. در این صندوق‌ها فروش بسیار کوتاه مدت، مجاز نیست. قرارداد فورواردها^۲ تنها از طریق سلم و استصناع مجاز است. کالاهای غیر مجاز از نظر شرعی مانند گوشت خوک و الکل را نمی‌توان معامله کرد.

فصل نهم با عنوان مهندسی مالی، به طراحی و توسعه فرایندها و ابزارهای مالی نوآورانه در مالیه اسلامی می‌پردازد. مهندسی مالی یکی از نیازهای مبرم بازارهای مالی اسلامی و به ویژه رویه‌های اسلامی مدیریت ریسک است. نهادهای مالی اسلامی هنوز براساس ابزارهای سنتی عمل می‌کنند که نیازهای بازار را به طور کامل بر حسب نقد شوندگی و مدیریت ریسک و پرتفوی برآورده نمی‌کند. فقدان مشقات و ابزارهای مدیریت ریسک، اثر نامطلوبی بر رشد بازارهای سرمایه اسلامی داشته است. برای توسعه مهندسی مالی، دو رویکرد وجود دارد: مهندسی معکوس که با استفاده از ابزارهای موجود و ارزیابی اجزای آن، جانشینی از میان ابزارهای اسلامی برای آن یافت می‌شود. رویکرد دوم، مهندسی نوآورانه است که به طراحی ابزار

^۱ Socially responsible Investment

^۲ Forward contract

با استفاده از ضوابط اسلامی می‌پردازد. در این فصل چگونگی کاربرد مهندسی مالی در چند مورد توضیح داده شده است که عبارتند از:

فوروارد ارزی؛ سواپ^۱ ارزی مبتنی بر مشارکت یا صکوک؛ سواپ نرخ بازدهی براساس صکوک اجاره؛ ایجاد یک نرخ مرجع^۲ اسلامی براساس شاخص مبتنی بر سهام.

فصل دهم با عنوان مدیریت ریسک در نهادهای مالی اسلامی، به بررسی روش‌های مدیریت ریسک در مالیه اسلامی می‌پردازد. هیأت خدمات مالی اسلامی (IFSB) که یک نهاد تنظیم کننده برای خدمات مالی اسلامی است، یک سند استاندارد جامع در مورد مدیریت ریسک برای نهادهای مالی اسلامی در دسامبر ۲۰۰۵ منتشر کرده است، این سند ریسک‌های مختلف را مشخص می‌کند و ۱۵ اصل راهنمای مدیریت ریسک برای نهادهای ارائه کننده خدمات مالی اسلامی را ذکر می‌کند. در این فصل رهنمودهای IFSB برای مقابله با هر یک از این ریسک‌ها، مطرح شده و مورد بحث قرار گرفته است.

فصل یازدهم با عنوان تنظیم (مقررات) نهادهای مالی اسلامی به بررسی مقررات در مالیه اسلامی می‌پردازد. واسطه‌گری نهادهای مالی اسلامی مبتنی بر الگوی کارفرما - کارگزار است و رابطه قراردادی مبتنی بر اصل سهیم شدن در سود و زیان است که با رابطه واسطه‌گری میان سپرده‌گذاری در بانکداری متعارف تفاوت دارد. قرارداد مشارکت، بانک‌های اسلامی ملزم به نگهداری ذخیره نیستند. لذا تمرکز مقررات از حمایت از دارندگان حساب‌های سرمایه‌گذاری به تضمین قراردادهای اطمینان بخش^۳، منتقل می‌شود. در این فصل منطبق نیاز نهادهای مالی به مقررات، ذکر شده است و سپس الزام کفایت سرمایه برای نهادهای مالی اسلامی بیان شده و روش‌شناسی اصول IFSB بدین منظور توضیح داده شده است. در ادامه فصل، نظارت بانکی در بانک‌های اسلامی شرح داده شده است.

^۱ Foreign exchange swap

^۲ Benchmark

^۳ Fiduciary contracts

فصل دوازدهم با عنوان راهبری شرکتی به بررسی این موضوع در نهادهای مالی اسلامی می‌پردازد. از دیدگاه اسلامی، در مورد نقش ذی‌نفع‌ها دو مفهوم اساسی حقوق مالکیت و قراردادها وجود دارد که بر رفتار اقتصادی و اجتماعی افراد، جامعه و دولت اثر می‌گذارد. یک بنگاه در نظام اقتصاد اسلامی می‌تواند به عنوان کانون قراردادها^۱ دیده شود که هدف آن حداقل سازی هزینه معاملات و حداکثرسازی سود و بازدهی سرمایه‌گذاران است. در ادامه فصل به توضیح نقش حقوق مالکیت و قرارداد، در راهبری شرکتی پرداخته شده و نتیجه گرفته شده که اصول حقوق مالکیت در اسلام، شمول ذی‌نفع‌ها در تصمیم‌گیری و پاسخ‌گویی فعالیت‌های یک کارگزار اقتصادی را به روشنی توجیه می‌کند. چارچوب قراردادها در اسلام بر تعهدات ناشی از قراردادها تاکید می‌کند. در اسلام ذی‌نفع کسی است که حقوق مالکیت وی در سرمایه‌گذاری یا در ریسک^۲ ناشی از اقدامات داوطلبانه یا غیرداوطلبانه یک بنگاه است. راهبری شرکتی در نهادهای مالی اسلامی بدین ترتیب است که سرمایه‌گذاران و سپرده‌گذاران در میان مهم‌ترین ذی‌نفع‌ها هستند و حمایت از منافع آنها اهمیت دارد.

فصل سیزدهم با عنوان چالش‌های جهانی شدن برای مالیه اسلامی، به معرفی این چالش‌ها می‌پردازد و نتیجه می‌گیرد که از جنبه نظری به کار بیشتری برای شناخت کارکرد نظام مالی مبتنی بر سهام شدن در سود و زیان نیاز است. از جنبه عملیاتی لازم است مطالعه بیشتری در زمینه نوآوری مالی، واسطه‌گری و مدیریت ریسک صورت گیرد و توجه خاصی به اجرای نظام‌وار مالیه اسلامی معطوف گردد.

۳- نقد و بررسی چالش‌های مالیه اسلامی

در حال حاضر نظریه و کاربرد مالیه اسلامی با چالش‌های مختلفی مواجه است که در این کتاب نیز به تعدادی از آنها اشاره شده است. اولین چالش این است که ساختار دارایی بسیاری از

^۱.Nexus of - contract

^۲.At stake or at risk

نهادهای مالی اسلامی با شرایط مطلوب فاصله دارد. در طرف دارایی ترازنامه، ترجیح روشنی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی (مبتنی بر تامین مالی تجارت) وجود دارد که نقطه مقابل ابزارهای مبتنی بر مشارکت است. این ترجیح ناشی از این واقعیت است که اوراق بهادار مرتبط با معاملات، ریسک پایینی دارند و مشابه اوراق بهادار با درآمد ثابت هستند. از سوی دیگر هیچ‌گونه بازار سازماندهی شده برای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در نهادهای مالی اسلامی و همچنین مبادله اوراق بهادار در بازار ثانویه، وجود ندارد که این امر به شدت نقدینگی نهادهای مالی را محدود می‌کند. در نتیجه تعدادی از نهادهای مالی اسلامی خود را به مجموعه کوچکی از طبقات دارایی محدود کرده‌اند که فرصت‌های آنها را برای متنوع‌سازی پرتفوی و منافع آن، محدود می‌سازد. بانک‌های اسلامی، ابزارهای مبتنی بر مشارکت را به دلیل هزینه‌های بالای پایش^۱ همراه با این ابزارها، در طرف دارایی‌های خود به کار نبرده‌اند. وابستگی زیاد بانک‌های اسلامی به ابزارهای تامین مالی کالایی و تجارت، انتخاب ساختار سررسید در بانک‌های اسلامی را محدود ساخته است، زیرا بخش عمده این موارد، سررسید کوتاه مدت دارد و به همین دلیل بانک‌های اسلامی قادر به ارائه فرصت‌های کافی سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذارانی که علاقمند به سرمایه‌گذاری‌های دراز مدت هستند، نمی‌باشند.

چالش دوم، انتخاب و کاربرد روش‌های حسابداری است که بر تخصیص درآمد میان سهامداران و صاحبان حساب یا میان طبقات مختلف دارندگان حساب‌ها، اثر می‌گذارد. در نظریه مالیه اسلامی مرز روشنی میان دارایی‌های تجهیز شده به وسیله پیموده‌های دیداری، حساب‌های سرمایه‌گذاری عام، حساب‌های سرمایه‌گذاری خاص و سهام، وجود دارد. اما در طرف دارایی عملاً تمام وجوه ذی‌نفع‌ها، با یکدیگر مخلوط شده است. از نظر کارکردها، یک بانک اسلامی پیوندی از بانک تجاری و بانک سرمایه‌گذاری است و بیشتر شبیه یک بانک یونیورسال (جامع) است. اما برخلاف بانک‌های یونیورسال متعارف، بانک‌های اسلامی از لحاظ حقوقی، مالی و مدیریتی، سرمایه‌گذاری‌ها و فعالیت‌های بانکداری تجاری را جدا نکرده‌اند. در نتیجه، وجوه حساب‌های

^۱. High monitoring costs

سرمایه‌گذاری محدود به وجوه سایر موارد از جمله دارندگان سهام نیستند. این وضعیت چالش سختی برای تنظیم کنندگان^۱ مطرح می‌کند. چالش سوم مربوط به وضعیت حساب‌های سرمایه‌گذاری در نهادهای مالی اسلامی است. اگر چه فرض شده است که براساس سود و زیان عمل کنند ولی نهادهای مالی اسلامی وقتی آنها ارزش دفتری دارایی‌های^۲ خود را کاهش دادند مورد اعتراض قرار گرفتند، زیرا در عمل، ارزش سپرده‌ها را تضمین نکردند و در واقع زیان در طرف دارایی، توسط سهامداران یا سپرده‌گذاران جذب می‌شود.

این وضعیت، پرسش مربوط به حقوق راهبری دارندگان حساب سرمایه‌گذاری را مطرح می‌کند. حساب‌های سرمایه‌گذاری بزرگ، برای تامین مالی سرمایه‌گذاری عمل می‌کند، ولی به دارندگان آن حساب‌ها، هیچ گونه مشارکتی در فرآیند راهبری یا پایش، اعطا نشده است. اکثریت دارندگان حساب سرمایه‌گذاری، افرادی هستند که امکان پایش ندارند. در چنین شرایطی، مسئولیت تنظیم کنندگان و هیأت شریعت افزایش می‌یابد تا اطمینان ایجاد کند که مکانیزم‌های پایش کافی وجود دارد تا از حقوق صاحبان حساب‌های سرمایه‌گذاری، حمایت کند.

صکوک که مهمترین ابزار مالی در بازارهای مالی اسلامی است، با چالش‌هایی مواجه است. چالش‌های بازار صکوک عبارتند از:

اول: صکوکی که تاکنون منتشر شده است به استثنای صکوک منتشره توسط بانک اسلامی توسعه، مرتبط با یک دارایی واقعی معین بوده است، به جای آنکه مرتبط با مجموعه‌ای از دارایی‌ها باشد. این الگو می‌تواند برای تامین مالی کنندگان حکومتی، فراملی یا چند جانبه که برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار در مقیاس بزرگ فعال هستند، مفید باشد، ولی مشکلی برای نهادهایی ایجاد می‌کند که می‌خواهند در مقیاس کوچکتری، سرمایه تهیه کنند. اکثریت بانک‌های اسلامی دارایی‌هایی نگهداری می‌کنند که می‌تواند تبدیل به اوراق بهادار شود، ولی هیچ بانک تجاری اسلامی تاکنون صکوک را عمدتاً ناشی از فقدان دارایی در مقیاس بزرگ یا ناشی از

1. Regulators

2. write - down

نگهداری دارایی‌های مبتنی بر مباحه یا سلم کوتاه مدت، منتشر نکرده است. به منظور ارتقای نقدینگی پرتقوی موجودشان، بانک‌های اسلامی باید فرایند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۱ را به کار برند تا دارایی‌ها را از ترازنامه‌شان خارج کنند. توسعه صکوک مبتنی بر ترکیبی از دارایی‌های ناهمگن با سررسیدهای مختلف و کیفیت‌های اعتباری متفاوت، چالش واقعی در این زمینه است. دوم: دومین چالش صکوک مربوط به استانداردسازی است. معاملات اسلامی غالباً با عدم مزیت رقابتی در مقابل انتشار اوراق قرضه مرسوم بر حسب کارایی هزینه مواجه هستند. هر انتشار جدید، سطوح بالاتر مخارج مستندسازی و حقوقی و همچنین هزینه‌های توزیع و بررسی استحکام ساختاری، اضافه بر ارزیابی کیفیت اعتباری، ایجاد می‌کند. استانداردسازی قراردادهای این مسأله را کاهش خواهد داد.

سوم: صکوک با نرخ شناور، غالباً مرتبط با نرخ بهره LIBOR است. صکوک، با اوراق قرضه مرسوم، بر حسب سطح دامنه^۲ نسبی رقابت می‌کند. از دیدگاه قرض گیرنده مرسوم، هیچ مزیت هزینه ذاتی برای تامین مالی^۳ با استفاده از بازار صکوک وجود ندارد، چون شرایط موجود غالباً از قیمت‌گذاری رقابتی در بازار اوراق قرضه مرسوم به دست آمده که ارزان‌تر و نقدتر است. لذا تامین مالی از راه صکوک نیازمند یافتن راه‌های کاهش هزینه تامین مالی در بازارهای مالی اسلامی است.

چهارم: در اصل، تامین مالی مبتنی بر صکوک، باید نسبتاً ارزان‌تر باشد، چون مبتنی بر جریان نقدی وثیقه‌ای شده است، ولی در واقع این طور نیست. انتظار می‌رود همچنان که بازار، بالغ می‌شود، هزینه‌ها کاهش یابد و بازار، کارآمدتر شود.

پنجم: به دلیل کمبود انتشار اوراق قرضه با کیفیت خوب در بازار، سرمایه‌گذار صکوک (شامل سرمایه‌گذاران نهادی، بانک‌های مرکزی و بانک‌های اسلامی)، گرایش به نگاه داشتن صکوک تا سررسید دارد. در نتیجه سطح فعالیت در بازار ثانویه، پایین است که به نوبه خود نقد شوندگی را

^۱. Securitization

^۲. Spreads

^۳. Funding

کاهش می‌دهد و همچنین هزینه معاملات را از طریق دامنه‌های پیشنهاد قیمت خرید و فروش^۱ بالا، افزایش می‌دهد و لذا سرمایه‌گذاران خرد، دچار عدم مزیت می‌شوند. ششم: وقتی بیش از یک لایه از بانک‌های سرمایه‌گذاری دست اندر کار انتشار صکوک باشند، هزینه‌های واسطه‌گری، به هزینه‌ها، افزوده می‌شود. بانک‌های مرسوم غالباً در انتشار صکوک با بانک‌های اسلامی مشارکت دارند و ممکن است سهم بزرگتری از هزینه را بپردازند. همچنین یک بانک سرمایه‌گذاری مرسوم ممکن است نخواهد جهت توسعه صکوک در مقیاس کوچک در بازار محلی سرمایه‌گذاری کند. این شکاف می‌تواند با فعال‌تر شدن بانک‌های اسلامی سرمایه‌گذاری، پر شود.

هفتم: صکوک با هزینه‌های پایش مواجه است. مسأله بالقوه انتخاب نامطلوب^۲، در چنین قراردادی وجود دارد. در این صورت قابلیت، توانایی یا میزان تلاش کارفرما، نیاز به قراردادی با شرایط مطلوب‌تر را ایجاد می‌کند. در چنین حالتی، بانک غالباً از گیرندگان تسهیلات می‌خواهد شواهدی ارائه کنند که قابلیت، توانایی و تمایل آنها به انجام تلاش لازم را ثابت می‌کند. چنین شواهدی می‌تواند شامل عملکرد گذشته باشد. بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند با انجام درستی آزمایشی^۳ و فراهم کردن اجرای شفاف این معامله، نقش مهمی در کاهش مسأله انتخاب نامناسب ایفا کنند.

علاوه بر آنچه در مورد چالش‌های مالیه اسلامی گفته شد، این کتاب فاقد مقدمه برای معرفی محتوای کتاب و فصول آن و همچنین فاقد نتیجه‌گیری است. در ص ۱۰۳ به طور کلی در مورد اختلاف نظر محققان شریعت درباره محدودیت‌های مضاربه بر حسب فعالیت‌ها، قلمرو و اهداف اشاره شده است ولی به قدر کافی توضیح داده نشده است.

^۱. bid - ask

^۲. Adverse selection

^۳. due diligence

۴- نتیجه‌گیری و پیشنهاد

در حال حاضر درس اقتصاد اسلامی و همچنین درس بانکداری اسلامی در دانشگاه‌ها وجود دارد، اما درسی به نام مالی اسلامی وجود ندارد. پیشنهاد می‌شود برای رشته مدیریت مالی و رشته‌های مرتبط، درس مالی اسلامی به میزان ۲ واحد ایجاد گردد. این کتاب عمده سرفصل‌های مورد نیاز برای این درس را پوشش می‌دهد. افزون بر آن این کتاب نیاز به افزون مقدمه و نتیجه‌گیری دارد. با توجه به اینکه این کتاب فاقد مباحث آرایه شده توسط محققان علوم اسلامی در مورد مشکلات قراردادهای آتی، اختیار معامله و فروش استقراضی است، برای افزودن به غنای مطالب، این موارد می‌تواند اضافه شود.