

ابزارها و محصولات مشتقه در بانکداری اسلامی: مبانی فکری

و تجربه‌های عملی

دکتر حسن گلمرادی^۱

چکیده

ریسک، بخش جداناپذیر معاملات مالی است. در گذر زمان، طیف وسیعی از ابزارهای ساده و پیچیده نظیر مشتقات برای پوشش و مدیریت ریسک خلق شده است. مشتقات به طور خلاصه ابزارها یا دارایی‌های مالی هستند که ارزش آنها از ارزش دارایی زیربنا مشتق شده است و در بازارهای مالی جهان برای مقاصد مختلفی از قبیل پوشش ریسک، سفته‌بازی و آربیتراژ مورد استفاده قرار می‌گیرند.

در دهه اخیر، مشتقات مالی به دلیل اهمیت و پیچیدگی‌های خاص خود و پیشگامی در صنعت بانکداری مورد توجه محققان مالی اسلامی قرار گرفته است. با وجود نقش و اهمیتی که مشتقات مالی متداول در اقتصاد و بانکداری متعارف دارند اما همه این ابزارها و محصولات انطباق زیادی با قواعد اسلامی ندارند. با این حال، به منظور پاسخگویی به نیازهای نوین و رو به رشد بازار، برخی از کشورها و مؤسسات مالی اسلامی سعی کرده‌اند تا با استخراج منطق درونی حقوق اسلامی و بهره‌گیری از فقه پویای اسلامی و کمک مهندسان مالی، زمینه طراحی و معرفی ابزارها و محصولات مشتقه اسلامی را برای مقاصد پوشش ریسک فراهم آورند.

در این مقاله، مبانی فکری و تجربه‌های عملی ابزارها و محصولات نوین بانکداری اسلامی در زمینه مشتقات مالی اسلامی مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد. گرچه اعتبار و استفاده از همه ابزارهای نوین مشتقه اسلامی مورد اتفاق نظر اکثریت مکاتب فکری و فقهای اسلامی نیست و حتی در برخی موارد مخالفت‌های صریح وجود دارد، لیکن بررسی و آگاهی از تجارب سایر کشورها و مؤسسات اسلامی در زمینه خلق محصولات و ابزارهای نوین مشتقه اسلامی می‌تواند به ایجاد زمینه لازم برای تفکر و اخذ تجارب احسن کمک کند.

واژگان کلیدی: مشتقات مالی، محصولات ساختاری، پوشش اسلامی ریسک، مدیریت ریسک

طبقه‌بندی JEL : G13, G10, P40

^۱ استادیار مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران h.golmoradi@ibi.ac.ir

مقدمه

ریسک، بخش جداناپذیر معاملات مالی است و مدیریت ریسک زاویه مهمی برای نگاه کردن به معاملات مالی است. در گذر زمان ابزارهای مختلفی نظیر مشتقات برای مدیریت ریسک ایجاد شده است. یکی از دلایل اهمیت مشتقات مالی، نقش آنها در مدیریت و انتقال ریسک است و به کارگزاران اقتصادی این اجازه را می دهد تا ریسک های مرتبط با بازار را پوشش دهند. به طور کلی مشتقات، قراردادهای مالی هستند که ارزش آنها مشتق از ارزش و قیمت دارایی پایه و زیر بنا است^۱. یک مشتق و یا محصول مشتقی یک قرارداد مالی است که ارزش آن از یک (یا بیش تر از یک) دارایی زیر بنا نظیر اوراق قرضه، نرخ بهره، ارز خارجی، کالاها، شاخص های بازار و غیره گرفته شده است. تغییرات قیمت هر یک از این مشتقات تابعی از قیمت دارایی پایه است. در یک تقسیم بندی کلی مشتقات شامل پیمان های آتی یا سلف ها^۲، قراردادهای آتی^۳، اختیارات^۴ و سواپ ها^۵ و محصولات ساختاری^۶ است.

از دید تاریخی، وجود مشتقات به زمان های بسیار دور برمی گردد. در برخی از تابلوهای کشف شده مربوط به ۱۷۵۰ سال قبل از میلاد در موزه بریتانیا، مشخص شده است که در آن زمان مبادله و تحویل برده در آینده بر اساس یک نرخ تسویه متغیر وجود داشته و حتی فروشنده دارای یک نوع اختیار فروش و یا عدم فروش بوده است (سوان، ۲۰۰۰)^۷. همچنین مدارک دیگری دال بر وجود بازارهای اختیار و بازارهای آتی برای معاملات ابریشم در چین باستان وجود دارد (درخشان مسعود، ص ۷۸). اولین ثبت تجارت سازمان یافته در ابزارهای مشتقه به قرن ۱۷ در ژاپن برمی گردد. مالکان فئودال ژاپنی برنج مازاد را به انبارهای ذخیره سازی در شهرستان ها حمل و سپس

^۱ Kamali,2007, Chance 2004

^۲ Forward Contract

^۳ Future Contract

^۴ Options

^۵ Swaps

^۶ Structural Product

^۷ A British Museum Tablet, Number WA 92547, Translated By Christopher Walker Of British Museum (Swan,2000)

برگه‌هایی را با مضمون تحویل برنج با قیمت مشخصی در آینده منتشر می‌کردند. این برگه‌ها (که نشان‌دهنده نمودار بدوی پیمان‌ها و قراردادهای آتی بود)، در بازار برنج دوجیمما در نزدیکی اوساکا، داد و ستد می‌شد و به مالکان و بازرگانان اجازه می‌داد، قیمتی را که برنج با آن خرید و فروش می‌شد ثابت نگه دارند، در نتیجه ریسکی که با آن روبه‌رو می‌شدند کاهش می‌یافت.

در قرن ۱۹، شیکاگو مرکز توسعه مشتقات در ایالات متحده شد. درست مثل ژاپن، ماهیت فصلی محصولات کشاورزی انگیزه اصلی پشت پرده توسعه این ابزارهای مالی بود، که منجر به تأسیس هیئت بازرگانی شیکاگو در سال ۱۸۴۸ شد. مبادلات دیگر مربوط به تجارت آینده در آمریکا شامل مبادله پنبه نیویورک (۱۸۷۰) و قهوه نیویورک (۱۸۸۵) بود. در زمینه استانداردسازی مدارک قراردادهای مشتقه، تشکیل انجمن بین‌المللی مشتقات و معاملات پایاپای (ISDA)^۱ در سال ۱۹۸۵ در جهان نقطه عطف بزرگ و اصلی بود. از سال ۲۰۰۲ تا کنون این انجمن به صورت رسمی اسناد استاندارد شده‌ای را در زمینه مشتقات مالی منتشر می‌کند.

در ۳۰ سال گذشته، بازارهای مالی اسلامی به سرعت در حال رشد بوده و به سرعت جای خویش را در دنیای بانکداری بین‌المللی و بازار سرمایه باز کرده‌اند. با گذر زمان و رشد جهانی بازار مالی اسلامی و افزایش ریسک بازار، سلیقه و نیاز سرمایه‌گذاران برای ابزارها و محصولات پیچیده مدیریت ریسک مطابق با ضوابط شریعت اسلامی نیز رشد زیادی کرده و توانایی قوی برای گسترش مشتقات اسلامی را فراهم آورده است.

مشتقات اسلامی محصولات مالی هستند که در پی تولید مکانیسم‌های اقتصادی مشابه با مشتقات متداول ولی طبق ضوابط و ساختارهای شریعت اسلام هستند. برای مثال در شریعت اسلام لازم است که قراردادهای مالی عاری از ربا، غرر، قمار، جهل و رشوه باشند.

مشتقات اسلامی یک موضوع مورد بحث و نوین در میان محققان اسلامی است و در برخی موارد جزء خطوط مقدم صنعت بانکداری و مالیه اسلامی به شمار می‌روند. اگرچه مشتقات مرسوم و رایج نمی‌توانند خیلی از شرایط و ضوابط فقه و قانون اسلامی را

^۱ International Swaps and Derivative Association

رعایت کنند، ولی در برخی کشورها، مؤسسات مالی توانسته‌اند با استخراج منطق درونی علم حقوق اسلامی، بهره‌گیری از فقه پویای اسلامی و مهندسی مالی، این ابزارها را بومی‌سازی و در نهایت با اصلاح و تعدیل آن‌ها زمینه طراحی و به‌کارگیری محصولات مشتقه اسلامی را فراهم آورند.

با وجود اهمیت مشتقات مالی متداول در بازارهای مالی، این ابزارها نقش چندانی در بازار مالی اسلامی ندارند و از نظر شریعت اسلام قابل پذیرش نیستند زیرا از نظر فقه‌های اسلامی قراردادهای مالی می‌بایست برخی الزامات شرعی را داشته باشند که به نظر می‌رسد در قراردادهای مشتقات مرسوم و متداول رعایت نمی‌شود. خیلی از فقها دلیل می‌آورند که مشتقات مالی دارای نااطمینانی زیاد و یا غرر^۱ بوده، رفتار سفته‌بازانه^۲ را تشویق می‌کنند و شبیه میسر^۳ و قمار^۴ بوده و ربوی هستند؛ مفاهیمی که در اسلام جایز نیستند.^۵

با وجود این موضوع خیلی از محققان به منافع مشتقات به عنوان وسیله نوین پوشش ریسک توجه دارند. تنوع و انتقال ریسک از طریق مشتقات به کشف قیمت عادلانه بازار و انتقال کارآمد وجوه از قرض‌دهندگان به قرض‌گیرندگان کمک می‌کنند.

۱- تحولات ابزارهای متداول مشتقه

ابزارهای مشتقه در واکنش به نیازهای پیچیده زندگی امروزی بشر ایجاد شده‌اند. هنگامی که محیط کسب و کار پیچیده می‌شود، محصولات مالی جدیدی برای تأمین نیازها موردنیاز خواهد بود. هر محصول جدیدی می‌بایست دارای منافع بیشتری نسبت به محصولات موجود باشد تا بتواند در عرصه رقابتی بازارهای مالی باقی بماند. پیمان‌های آتی یا سلف‌ها و قراردادهای آتی به همراه اختیارات و سواپ‌ها و محصولات ساختاری از جمله مهم‌ترین مشتقات مالی متداول هستند که در بازارهای مالی جهانی به‌کار گرفته می‌شوند. از این ابزارها و محصولات معمولاً در بازارهای متداول برای مقاصد

¹ Gharar

² Speculation

³ Maysir

⁴ Gambling

⁵ Jobst Sol, 2012

پوششی و کاهش ریسک (ناشی از نوسانات متغیرهای اقتصادی نظیر نرخ‌های بهره، تغییرات قیمت کالاها و سهام، تغییرات نرخ ارز و غیره)، سفته‌بازی و آربیتراژ استفاده می‌شود. مشتقات مالی از پیمان‌های آتی شروع و به اختیارات و محصولات ساختاری دچار تغییر شده‌اند.

۱-۱- پیمان‌های آتی (سلف)

همان‌گونه که گفته شد مشتقات ابزارهای مالی یا دارایی‌های مالی هستند که ارزش آنها از ارزش دارایی زیربنا ناشی می‌شود. اولین و ساده‌ترین ابزار مشتقات، پیمان‌های آتی یا سلف‌ها است. در این قرارداد دو طرف تقبل می‌کنند که معامله‌ای در آینده با قیمتی که امروز مشخص می‌شود انجام دهند. دو طرف می‌توانند یکی تولیدکننده و دیگری مصرف‌کننده باشد. برای یک حالت ساده فرض کنید که تولیدکننده انتظار دارد که ۱۰ تن محصول ظرف ۶ ماه آتی تولید و جمع‌آوری کند. مصرف‌کننده (فروشگاه) نیز نیاز دارد که ظرف ۶ ماه آینده انبار خویش را مجدداً ذخیره‌سازی کند. در این وضعیت مشاهده می‌شود که هر دو طرف نگران ریسک در ۶ ماه آینده هستند. تولیدکننده نگران کاهش قیمت و مصرف‌کننده نگران افزایش قیمت است. آن‌ها هر دو با ریسک لیکن در جهت مخالف همدیگر روبه‌رو هستند. چون که هر دو با ریسک روبه‌رو هستند، منطقی است دو طرف همدیگر را ملاقات و روی یک قیمت نقدی که معامله آینده بر اساس آن تعیین شود، توافق کنند. چنانچه این شرایط ایجاد شود یک پیمان آتی نمودار می‌گیرد. منافع چنین قراردادی به هر دو طرف تعلق می‌گیرد. هر دو طرف ریسک تغییرات قیمت را حذف و با تثبیت قیمت می‌توانند کسب و کار خویش را بهتر مدیریت کنند.

۱-۲- قراردادهای آتی

گام بعدی در تحول پیمان‌های آتی، قراردادهای آتی است. سوال اینجاست که با وجود پیمان‌های آتی چه نیازی به قراردادهای آتی است. همانگونه که بیان شد یک محصول جدید (پیمان‌های آتی) بقا و دوام نخواهد داشت مگر اینکه بر محصول دیگر برتری داشته باشد. پیمان‌های آتی یا سلف‌ها دارای مشکلات زیادی هستند. اولین مسئله پیدا

کردن طرف دیگر معامله است^۱ که دارای نیازهای متضاد با طرف مقابل بوده و از نظر زمان و مقدار موردنیاز با طرف مقابل هماهنگی دارد. این موضوع باعث می‌شود تا قیمت تحت تأثیر مذاکرات دو طرف برای انطباق با شرایط یکدیگر قرار بگیرد. بسته به قدرت چانه زنی دو طرف، قیمت آتی ممکن است به دلیل نیاز فوری به فروش (مثلاً کالاهای فاسد شدنی) و یا وجود اطلاعات نامتقارن^۲ دچار تورش شده و بر دیگری تحمیل شود. مهم‌ترین مشکل دیگر پیمان‌های آتی بحث ریسک طرف مقابل یا نکول است. ریسک نکول می‌تواند به دلیل عدم صداقت و اعتماد طرف مقابل و یا به دلیل نوسان شدید قیمت و ضرر زیاد طرف مقابل ایجاد شود. چنانچه قیمت نقدی خیلی بالاتر از قیمت آتی باشد، فروشنده انگیزه نکول دارد و در حالت کاهش شدید قیمت نقدی، خریدار انگیزه نکول پیدا می‌کند. گرچه پیمان‌های آتی قراردادهای الزام‌آوری هستند اما پیگیری‌های حقوقی نکول آنها معمولاً زمان‌بر و هزینه‌بر است.

به دلیل کمبودها و خلاءهای پیمان‌های آتی، ابزار جدید قراردادهای آتی ایجاد شد که علاوه بر داشتن مزیت‌های جدید دارای مشکلات محصول قبلی نبود. قراردادهای آتی یک قرارداد استاندارد از نقطه نظر زمان، سررسید، مکان تحویل و مقدار است. با استانداردسازی امکان مبادله آن در بازارهای متشکل نظیر بورس فراهم شده است؛ در نتیجه امکان نقد شدن و کاهش هزینه معاملاتی در قراردادهای آتی وجود دارد. با امکان مبادله در یک بازار متشکل نظیر بورس مشکل دیگر قراردادهای آتی یعنی ناعادلانه بودن و امکان تورش قیمت به نفع یک طرف از بین می‌رود زیرا هر دو به دلیل تعداد زیاد خریدار و فروشنده، قیمت‌پذیر^۳ هستند. همچنین در اینجا ریسک طرف مقابل هم تا حدودی کاهش می‌یابد زیرا برای هر خریدار یک فروشنده و برای هر فروشنده یک خریدار وجود دارد. بازار بورس کار انتقال ریسک را به راحتی انجام می‌دهد و هزینه نکول با افزایش حجم معاملات روزانه و جزیبی به حداقل می‌رسد.

¹ Double Coincidence

² Informational Asymmetry

³ Price Taker

۱-۳- اختیارات

گرچه قراردادهای آتی بر مسائل و مشکلات مربوط به پیمان‌های آتی غلبه کرده است، لیکن با این حال جوابگوی برخی از مشکلات و نیازهای کسب و کار نیستند. به‌خصوص دو مسئله مهم در اینجا وجود دارد: اول اینکه گرچه با قفل قیمت در قراردادهای آتی تاحدودی ریسک مدیریت می‌شود، لیکن هنوز فرصت استفاده از شرایط مساعدی که برای هر طرف ممکن است در بازار ایجاد شود وجود ندارد. دوم اینکه قراردادهای آتی برای مدیریت مطالبات یا بدهی‌های غیرمنتظره و اتفاقی^۱ ناکافی هستند. این نوع بدهی-ها، مطالباتی هستند که در نتیجه یک پیامد غیرقابل پیش‌بینی حادث می‌شوند.

معمولاً دو نوع اختیار مطرح است: اختیار خرید^۲ و اختیار فروش^۳. در اختیار خرید دارنده این حق را دارد (نه وظیفه) تا دارایی زیر بنا را در یک قیمت از قبل تعیین شده در هر زمان قبل از سررسید به فروش برساند. در اختیار فروش دارنده این حق را دارد (نه وظیفه) که دارایی زیر بنا را در یک قیمت از قبل تعیین شده قبل از سررسید به فروش برساند. اختیار خرید و فروش را می‌توان به دو حالت اروپایی^۴ و آمریکایی^۵ نیز تقسیم کرد. اختیار اروپایی فقط در سررسید قابل اجراست در حالی که اختیار آمریکایی را در هر زمان قبل از تاریخ سررسید یا در تاریخ سررسید می‌توان اجرا کرد. البته این نوع تقسیم بندی ارتباطی با جغرافیا ندارد.

از آنجا که اختیارات تنها حق است نه وظیفه، دارنده تنها زمانی از آن استفاده می‌کند که به نفع وی باشد. این اختیار انعطاف‌پذیری زیادی را فراهم می‌کند که برتری زیادی بر آتی‌ها دارد. خریدار اختیار بابت این اختیار یک مبلغ غیرقابل استرداد به فروشنده می‌پردازد. حداکثر زیان خریدار اختیار محدود به همین مبلغ است. این زیان زمانی اتفاق می‌افتد که وی نخواهد از حق خود استفاده کند.

¹ Accidental

² Call Option

³ Put Option

⁴ European Option

⁵ American Option

۴-۱- سواپ‌ها

از نظر تاریخی، سواپ‌ها یکی از محصولات اولیه مشتقات هستند. سواپ ارزی در اوایل دهه ۱۹۷۰ در آمریکا معرفی شد و در پی آن سواپ نرخ ارز در سال ۱۹۸۱ مطرح شد.^۱ بخش اعظمی از رشد سواپ‌ها در بازارهای مالی مدیون رشد سریع سواپ‌ها هستند. یک معامله سواپ شامل خرید و فروش یا فروش و خرید همزمان یک کالا در سررسیدهای متفاوت است. به عنوان مثال در یک معامله سواپ ارز، مقدار مشخصی از یک ارز در مقابل ارز دیگری در یک معامله نقدی^۲ خریداری (یا فروخته) و همزمان مقدار ارز خریداری (یا فروخته شده) در مقابل ارز قبلی در یک معامله سلف فروخته (یا خریداری) می‌شود. به عبارت ساده‌تر، یک معامله سواپ ترکیب دو معامله همزمان نقدی و سلف (عکس نقدی) است. از آنجا که در معامله سواپ خرید و فروش یا فروش و خرید یک مقداری مشخص ارز همزمان انجام می‌شود، ریسک نوسان‌های نرخ ارز وجود نخواهد داشت بلکه این معاوضه تنها دارای هزینه (هزینه سواپ) است و این هزینه تفاوت بین نرخ‌های معامله نقدی و معامله سلف (عکس نقدی) خواهد بود که متأثر از اختلاف نرخ بهره دو ارز است.

به طور کلی سواپ به منظور پوشش ریسک و کاهش مخاطره ناشی از تغییرات بازار مورد استفاده قرار می‌گیرد. در بازارهای مالی ریسک‌های مختلف بازار از قبیل ریسک بهره، ریسک ارز و ریسک قیمت کالاها وجود دارد که می‌توان آن‌ها را با استفاده از سواپ‌ها پوشش داد. امروزه سواپ‌ها منافع زیادی برای بانک‌ها، صنایع و شرکت‌ها ایجاد کرده‌اند. می‌بایست توجه داشت که بی‌ثباتی بازارهای مالی به ویژه بازارهای ارز و نرخ‌های بهره یک تهدید جدی برای قرض‌دهندگان و قرض‌گیرندگان است و استفاده از روش‌های سنتی مدیریت ریسک نظیر تمرکز و تنوع به تنهایی کافی نیست. برخی از ریسک‌ها تنها با ابزارهای نوین مدیریت ریسک قابل کاهش هستند.^۳

به طور تکنیکی یک سواپ قراردادی دو طرفه است که در آن دو طرف توافق می‌کنند

^۱ Marshall & Kapner, 1990

^۲ Spot

^۳ Wardrep & Buck, 1982

که به طور همزمان پرداخت‌های دو جریان نقدی را با هم معاوضه کنند. به این پرداخت، پایه یا حاشیه سواپ^۱ گفته می‌شود و توسط ارزش‌های فرضی^۲ دارایی زیربنا تعیین می‌شود. سواپ می‌تواند با مبادله دارایی یا بدهی‌ها یا ارزش‌های مختلف یا جریان نرخ بهره شناور با ثابت و برعکس اجرا شود. به طور کلی چندین نوع سواپ‌های مالی که معمولاً در سیستم مالی متداول استفاده می‌شود عبارت‌اند از:

- سواپ نرخ بهره^۳: این سواپ متداول‌ترین نوع سواپ است و شامل مبادله پرداخت‌های بهره ثابت با شناور است.
- سواپ ارزی^۴ این نوع شامل مبادله پرداخت‌های نرخ سود برحسب ارزش‌های مختلف است.
- سواپ کالایی^۵ این نوع سواپ بر اساس متوسط قیمت یک کالای زیربنایی نظیر نفت و یا سایر منابع طبیعی صورت می‌گیرد و بر اساس آن پرداخت قیمت ثابت یک کالا با قیمت شناور دیگری معاوضه می‌شود.
- سواپ سهام^۶ بر اساس این روش جریان‌های نقدی آتی نشت‌ها در آینده مبادله می‌شود. یکی از نشت‌ها معمولاً بر اساس یک نرخ شناور نظیر لایبور^۷ خواهد بود که معمولاً پایه شناور^۸ می‌گویند و دیگری بر اساس سهام یا شاخص سهام^۹ است که معمولاً پایه ثابت^{۱۰} می‌گویند. بیشتر سواپ سهام، مبادله نشت شناور با نشت سهام است گرچه مبادله بین دو نشت سهام نیز ممکن است. معمولاً اهداف سواپ سهام، پوشش ریسک‌های مالی، کاهش هزینه‌های مالی، افزایش مقیاس تولید، دسترسی به بازارها و سفته‌بازی است.

^۱ Legs

^۲ Notion

^۳ Interest-Rate Swap

^۴ Currency Swap

^۵ Commodity Swap

^۶ Equity Swap

^۷ London Interbank Offered Rate (LIBOR)

^۸ Floating Leg

^۹ Equity Leg

^{۱۰} Fix legs

۲- شرکت کنندگان در بازارهای مشتقه

به طور کلی می‌توان مشارکت کنندگان در بازار مشتقات را به سه گروه اصلی تقسیم کرد: دسته اول کسانی هستند که با ورود به بازار قیمت دارایی پایه را در قبال تغییرات تصادفی قیمت پوشش می‌دهند، یعنی ریسک تغییرات نامطلوب قیمت را به حداقل می‌رسانند. این دسته را به اصطلاح پوشش‌دهندگان ریسک^۱ می‌گویند. پوشش‌دهندگان ریسک از این ابزارها برای مدیریت ریسک استفاده می‌کنند. البته از دیدگاه نظری هر فعالیت اقتصادی توام با درجه‌ای از ریسک است و ریسک را نمی‌توان حذف کرد اما با نگرش علمی می‌توان آن را مدیریت کرد. در این زمینه پوشش ریسک به معنای اجتناب از ریسک نیست بلکه بدین معنی است که مدیر آگاهانه ریسک دیگری را قبول کند که با ریسک اولیه دارای همبستگی منفی دارد.

دسته دوم آربیتراژها^۲ هستند که با انجام همزمان معاملات یعنی آربیتراژ در دو یا چند بازار در پی کسب سودهای بدون ریسک هستند. نکته اصلی این است که آربیتراژگر از نبود توازن بین قیمت‌های مختلف بهره‌برداری می‌کند. در وضعیت عادی انتظار می‌رود که بین بازارها عدم توازن وجود نداشته باشد لیکن وجود اطلاعات ناقص و تأثیر عوامل برون‌زا در شکل‌گیری قیمت موجب می‌شود که قیمت بین بازارهای مختلف نامتعادل باشد. عملیات آربیتراژ نمی‌تواند استمرار داشته باشد زیرا موجب می‌شود نرخ‌ها در بازارهای مختلف به یکدیگر نزدیک شده و سودآوری به صفر برسد. دسته سوم سفته‌بازان^۳ هستند. سفته‌بازان کسانی هستند که در پی کسب منفعت از تفاوت قیمت در بازارهای مختلف (نقد و آتی) هستند یعنی با خرید و فروش آتی‌ها صرفاً به دنبال کسب منفعت می‌روند. هرگاه احساس کنند که آتی‌ها زیر قیمت است سریعاً به خرید اقدام کرده و هرگاه احساس کنند که قیمت آتی‌ها زیاده از حد است سریعاً در موضع فروش قرار می‌گیرند. این گروه با خطرپذیری از این نوسانات بهره‌برداری می‌کنند. معامله‌گرانی که برای حداکثر کردن سود آگاهانه به استقبال خطر می‌روند به اصطلاح سفته‌باز می‌گویند.

^۱ Hedging

^۲ Arbitrageurs

^۳ Speculator

با وجود خطرات، سفته‌بازان با حضور خویش به بازارهای آتی تحرک و حجم معاملات را افزایش می‌دهند. سفته‌بازان شکافی را پر می‌کنند که بین خریداران و فروش‌های آتی توسط پوشش‌دهندگان ریسک به وجود می‌آید. به عقیده برخی از محققان، فعالیت بورس‌بازان کارایی نظام اطلاع‌رسانی در بازارهای آتی را افزایش می‌دهد.

۳- مدیریت ریسک در اسلام

۳-۱- نشانه‌هایی از وجود ریسک در آیات قرآن

در قرآن در آیات متعدد از ریسک و اهمیت مدیریت ریسک صحبت شده است. در آیه ۳۴ سوره لقمان^۱ اشاره شده است که: "در حقیقت خداست که علم [به] قیامت نزد اوست و... کسی نمی‌داند فردا چه به دست می‌آورد و کسی نمی‌داند در کدامین سرزمین می‌میرد در حقیقت خداست [که] دانای آگاه است". از این آیه روشن است که آینده نامشخص بوده و کسی جز باری تعالی از آن باخبر نیست. در آیات ۲۸۲ تا ۲۸۴ سوره بقره آمده است که:

"ای کسانی که ایمان آورده‌اید! هنگامی که بدهی مدت‌داری (به خاطر وام یا دادوستد) به یکدیگر پیدا می‌کنید، آن را بنویسید!... و اگر کسی که حق بر ذمه اوست، سفیه (یا از نظر عقل) ضعیف (و مجنون) است، یا (به خاطر لال بودن)، توانایی بر املاکردن ندارد، باید ولی او (به جای او) با رعایت عدالت، املا کند!... و اگر در سفر بودید، و نویسنده‌ای نیافتید، گرو بگیرید!... از این آیات به روشنی مشخص است که خداوند بزرگ به ثبت بدهی‌ها و معاملات توجه دارد. فراموشی در ثبت بدهی‌ها و معاملات می‌تواند به ضرر بینجامد. همچنین در این آیات تنها به اعتماد اکتفا نشده است بلکه گام‌های عملی (وثیقه و تضمین) برای کاهش زیان‌های غیر معقول نیز توصیه شده است.

در آیات ۴۷ تا ۴۹ سوره یوسف نیز دستورات خاصی برای مدیریت و کاهش ریسک داده است. از این آیات به روشنی دیده می‌شود که حضرت یوسف (ع) با راهنمایی‌های خداوند

^۱ إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنَزِّلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ

بزرگ چگونه ریسک و خطر خشکسالی برای جامعه را مدیریت کرد.^۱
 در آیه ۵ سوره نساء^۲ تأکید شده است که اموال خویش به افراد سفیه (کسی که عقل معاش ندارد) نسپارید. دلیل این است که آنها نمی‌توانند از اموال شما به درستی حفاظت کنند و ریسک افزایش می‌یابد.
 در آیه ۱۹۵ سوره بقره^۳ خداوند بزرگ به صراحت به بشر دستور داده است که "خودشان را در معرض نابودی قرار ندهند و از خطری که حیات آنها را به خطر می‌اندازد دوری کنند". چنین وضعیتی می‌تواند در تجارت با ریسک بالا چنانچه مدیریت نشود ایجاد شود. بنابراین در آیه فوق به صراحت مدیریت ریسک مورد توجه قرار می‌گیرد.

۳-۲- معانی ریسک از دیدگاه اسلام

ریسک به مفهوم عام به معنی عدم اطمینان نسبت به حوادث آینده است. در واژگان مالی اسلامی در زبان عربی، کلمه مخاطره معمولاً برای ریسک استفاده می‌شود. کلمه مخاطره خود از ریشه کلمه عربی "خطر"، به معانی مختلفی از جمله قرار گرفتن در معرض ترس یا تخریب یا قرار گرفتن در موقعیت بلندمرتبه به کار گرفته می‌شود. برخی از محققان اسلامی، ریسک را معادل عدم اطمینان و شانس و چیزی شبیه قمار می‌پندارند در حالی که واقعیت چیز دیگری است. برخی از ریسک‌ها در واقع بخشی از طبیعت ذاتی و الزامات طبیعی قراردادها هستند.

ابراهیم السویلیم^۴ با تفکیک قائل شدن بین ریسک و شانس چنین نتیجه‌گیری می‌کند که گرچه اسلام با شانس و قمار مخالف است اما با ریسک و تحمل آن و در نتیجه دریافت پاداش

^۱ یوسف گفت: ۷ سال پی در پی کشت کنید و آنچه را درو کردید، جز اندکی را که می‌خورید، در خوشه اش کنار بگذارید. آنگاه پس از آن ۷ سال سخت می‌آید که آنچه را برای آن [سال‌ها] از پیش نهاده‌اید جز اندکی را که ذخیره می‌کنید همه را خواهند خورد (۴۸) آنگاه پس از آن سالی فرا می‌رسد که به مردم در آن [سال] باران می‌رسد و در آن آب میوه می‌گیرند (۴۹)

^۲ وَلَا تُوْتُوا السَّفَهَاءَ اَمْوَالِكُمْ الَّتِي جَعَلَ اللّٰهُ لَكُمْ قِيَامًا وَاَرْزُقُوْهُمْ فِيْهَا وَاكْسُوْهُمْ وَقَوْلُوا لَهُمْ قَوْلًا مَّعْرُوفًا نساء، ۵

^۳ وَ اَنْفِقُوا فِي سَبِيْلِ اللّٰهِ وَلَا تَلْقُوا بِاَيْدِيكُمْ اِلَى التَّهْلُكَةِ وَاَحْسِنُوْا اِنَّ اللّٰهَ يُحِبُّ الْمُحْسِنِيْنَ (بقره، ۱۹۵)

^۴ Sami Ibrahim al-Suwailem

موافق است^۱. بنابراین ریسک را می‌توان به طور کلی به سه نوع اصلی یعنی: ریسک مجاز، ریسک غیرمجاز و ریسک قابل کنترل (اجتناب) دسته‌بندی کرد.

۳-۲-۱- ریسک مجاز (قابل تحمل)

ریسک مجاز به فعالیت‌های اقتصادی مربوط می‌شود که با تقبل آن ارزش افزوده ایجاد می‌شود. این نوع ریسک اجتناب‌ناپذیر بوده و در واقع باید تحمل شود. ریسک مجاز بر اساس اصول فقهی "الْغُنْمُ بِلِ الْغُرْمِ"^۲ (سود با زیان احتمالی همراه است) و "الخِراج بِالضمان"^۳ (سود، با زیان و نقص احتمالی همراه است) مطابق بوده و مورد پذیرش شریعت اسلام قرار می‌گیرد.

ریسک مجاز در واقع ریسکی است که از معاملات واقعی و خلق ارزش جدا نیست. به عبارت دیگر، ریسکی است که به طور ذاتی و به صورت طبیعی با معاملات اقتصادی همراه است. به طور کلی ریسک مجاز یا قابل تحمل دارای ۳ ویژگی اجتناب پذیر بودن، ناچیز بودن و غیر عمدی بودن است. از نقطه نظر اقتصادی ریسک مجاز برای فعالیت‌های اقتصادی لازم است. در این زمینه گرین اسپن رئیس سابق فدرال رزرو آمریکا می‌نویسد: "قبول ریسک برای رشد اقتصادی لازم است. اگر همه پس‌اندازکنندگان و واسطه‌ها در دارایی‌های غیرریسکی سرمایه‌گذاری کنند، رشد اقتصادی تحقق نمی‌یابد."^۴

۳-۲-۲- ریسک غیرمجاز (غرر)

فقها این ریسک را به عنصر اطمینان نداشتن بیش از حد، یا به زبان عربی به صورت غرر زیاد^۵ یا غرر فاحش نسبت می‌دهند. در این نوع ریسک عنصر قمار (میسر) که یک

^۱ Iqbal & Liewellyn, 2002

^۲ Al-Ghunm Bil-Ghurum

^۳ یکی از احادیث منسوب به رسول خدا صلی‌الله‌علیه‌وآله‌است و به عنوان یک قاعده فقهی نیز در آمده است.

^۴ Cited in Bernstein, 1996

^۵ Gharar Jasim

بازی با حاصل جمع صفر^۱ و بر اساس شریعت ممنوع است، وجود دارد. در اصل، ریسک غیر مجاز عمدتاً به خاطر مصرف ناعادلانه اموال یا اکل مال به باطل است. در قرآن کریم در سوره نساء آیه ۲۹^۲ آمده است: «ای کسانی که ایمان آورده‌اید! اموال مردم به ناحق به جز آن که در تجارت در میان شما، با رضایت متقابل باشد، نخورید و خودتان را نکشید (و یکدیگر را نکشید). مطمئناً، خدا به شما از خودتان مهربان‌تر است». مصرف ناعادلانه اموال، نوع ریسکی است که بر اساس شریعت می‌تواند باعث ابطال هر گونه معاملات شود. یک ادله فقهی دیگر در زمینه نفی غرر در اسلام حدیث معروف "نهی النبی عن بیع الغرر" است. امام خمینی (ره) در بحث اعتبار قدرت بر تحویل عوضین در خرید و فروش از شیخ انصاری نقل می‌کند که: ظاهر نظر فقهی شیعه این است که آنان به اتفاق برای استدلال قاعده (نفی غرر) به این روایت استناد می‌کنند (امام خمینی، ۱۳۶۳، ج ۳ ص ۲۰۴).

- حقوقدانان به نمونه‌هایی که در آن غرر فاحش وجود دارد، به شرح زیر اشاره می‌کنند:
- الف- عدم قطعیت یا ریسک مربوط به وجود (غرر فی الوجود) - برای مثال، خرید و یا فروش چیزی که وجود ندارد (بیع معدوم)، همانند خرید و فروش میوه‌هایی که هنوز وجود ندارد.
- ب- قطعیت نداشتن یا ریسک مربوط به قبض یا حصول اموال (غرر فی الحصول) - همانند مثال، خرید و فروش شترهای وحشی.
- ج- قطعیت نداشتن یا ریسک مربوط به مقدار (غرر فی المقدار) - برای مثال، یک

^۱ عبارت عربی غرر به معنی ریسک و خطر اطلاق می‌شود. سوالیم، معنای غرر را در زمینه بازی مجموع صفر مورد بحث قرار می‌دهد. یک بازی با حاصل جمع صفر به معنای موقعیتی است که در آن یک طرف به هزینه طرف دیگری برنده می‌شود، یعنی سود یکی، زیان دیگری است. از آنجا که هر دو طرف در رقابت برای به دست آوردن سود هستند و هیچ عمل ارزش‌آفرینی انجام نمی‌دهند، بیشتر کسب ثروت از راه نامشروع است و با خود احساس نفرت و دشمنی همراه دارد که به شدت در قرآن محکوم شده است. (سویلیم، همان)

^۲ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ (نساء: ۲۹)

قرارداد فروش که در آن قیمت فروش شناخته شده نیست و یا قرارداد اجاره که در آن ارزش اجاره مشخص نیست.

د- قطعیت نداشتن یا ریسک مربوط به کیفیت (غرر فی الصفه)- برای مثال، نبود اطمینان در مورد نوع یا مشخصات کالای موضوع قرارداد.

ه- قطعیت نداشتن یا ریسک مربوط به زمان پرداخت (غرر فی الاجل) - برای مثال، یک فروش برای پرداخت معوق زمانی که تاریخ ثابت نیست.

علاوه بر عنصر نبود اطمینان بیش از حد که به منزله یکی از شاخص‌های مهم برای "مصرف ناعادلانه اموال" است، شاخص‌های دیگری که ممکن است باعث تلقی ریسک غیرمجاز شود عبارت‌اند از: معامله ربوی، معامله دارای فریب و تقلب، معامله دارای عنصر استثمار و انحصار و غیره.

۳-۲-۳- ریسک قابل تحمل و قابل اجتناب

به غیر از دو دسته ریسک بحث شده در بالا (ریسک مجاز و غیر مجاز)، یک نوع دیگر ریسک وجود دارد که بین این دو نوع ریسک قرار می‌گیرد و قابل تحمل اما قابل اجتناب است و لازم است اقداماتی برای مصونیت در برابر این نوع ریسک به عمل آید. البته، ابزار و یا روش مورد استفاده برای جلوگیری از به حداقل رساندن و یا مصونیت از ارزش دارایی در برابر این نوع ریسک، می‌بایست مطابق ضوابط شرعی باشد. بنابراین در پرتو وجود این نوع ریسک، بحث بر ساز و کارها و ابزارهای مناسب مدیریت ریسک در امور مالی اسلامی به عمل می‌آید.

۳-۳- مدیریت ریسک در نظام مالی اسلامی

مؤسسات مالی اسلامی، مانند سایر مؤسسات با انواع مختلف از جمله ریسک مالی، کسب و کار و ریسک عملیاتی روبه‌رو می‌شوند. ریسک مالی به طور کلی شامل ریسک اعتباری، ریسک بازار و ریسک نقدینگی است. آنچه در این مقاله اهمیت دارد و مدنظر

است ریسک بازار است. با توجه به اهمیت ریسک بازاری، هیئت خدمات مالی اسلامی^۱ ریسک بازار را به صورت زیر تعریف می‌کند: ریسک بازار، ریسک زیان در وضعیت ترانزنامه (بالای خط و پایین خط) به دلیل تغییرات قیمت بازار است. بنابراین ریسک بازار شامل ریسک‌های نرخ بهره و سود، نرخ ارز و قیمت است. یکی از ابزارهای مهم برای مدیریت ریسک در مؤسسات مالی مصونیت در برابر ریسک یعنی تلاش برای به حداقل رساندن ریسک است.

باید توجه داشت که مفهوم مصونیت در برابر ریسک به هیچ وجه دلالت ضمنی بر حذف ریسک ندارد. در نتیجه در امور مالی اسلامی، اقدامات خاصی برای مدیریت و به حداقل رساندن ریسک تجویز شده است. در اسلام مفهوم حفاظت از ثروت در برابر حوادث مختلف مورد توجه قرار گرفته است. برای مثال، در قرآن خداوند بزرگ انسان‌ها را به ضبط بدهی‌ها و معاملات و گرفتن شهود دعوت می‌کند (سوره بقره؛ ۲۸۳-۲۸۲). این کار می‌تواند مانع از دست دادن سرمایه شود. این آیه همچنین تأکید می‌کند که اگر خرید و فروش در طول سفر صورت بگیرد، خداوند اجازه دریافت وثیقه برای بدهی را داده است.

علاوه بر این، در اسلام انواع قوانین مربوط به حفظ اموال و ثروت وجود دارد و اختلاس اموال دیگران مانند سرقت و خوردن اموال یتیمان ممنوع اعلام شده است. همچنین اسلام مردم سفیه را از تصرف در مسائل مالی ممنوع کرده است. این امر شامل افراد معلول ذهنی، کودکان، و کسانی که بی‌تدبیری و اسراف در مدیریت اموال را نشان داده‌اند خواهد شد. در اسلام همچنین دستورالعمل‌هایی برای گسترش فعالیت‌های کسب و کار و سرمایه‌گذاری ارائه شده است. مسلمانان همچنین بر اساس حدیث معتبر "لا ضرر و لا ضرار فی الاسلام" به دفع ضرر ملزم شده‌اند. در این رابطه اسلام ریسک معمول در کسب و کار را به رسمیت می‌شناسد، لیکن اذعان دارد که می‌توان آن را مدیریت کرد و به حداقل رساند.

بنابراین اسلام دو افراط رفتاری را با توجه به ریسک محکوم می‌کند: اولین مورد

^۱ IFSB, 2005

اجتناب از ریسک با به دست آوردن سود بدون تحمل ریسک است که در مورد ربا صدق می‌کند. دوم ریسک‌پذیری بیش از حد در فعالیت‌هایی که دارای عناصری از قمار هستند. علاوه بر این، فقها همواره تأکید دارند که ابزارها و مکانیزم‌های مورد استفاده برای مدیریت ریسک نباید به هیچ‌وجه نقض‌کننده احکام شرعی باشد. در پرتو این همه شواهد روشن و قوی از قرآن و سنت مبتنی بر نیاز به مدیریت ریسک، فقها از گذشته تا به حال همیشه مدیریت ریسک و مصونیت در برابر ریسک را مورد توجه قرار داده‌اند. در مجموع باید گفت که اولاً در فعالیت‌های مالی اسلامی، با توجه به احادیث "الغنم بل الغرم" و "الخراج بالضمنان" پیش‌شرط این است که سرمایه‌گذاران متحمل ریسک شوند. ثانیاً حداقل‌سازی و مدیریت ریسک می‌بایست در چارچوب اصول شرعی باشد.

۴- ابزارهای اسلامی پایه مشتقات (مشتقات صریح)

چندین قرارداد و ابزار اساسی در اسلام وجود دارد که معمولاً در خلق مشتقات اسلامی از آنها استفاده می‌شود. این ابزارها عبارت‌اند از: بیع سلم، استصناع، مباحه، وعده، عربون و تورق.

۴-۱- سلم

بیع سلم یک قراردادی است که دو طرف توافق می‌کنند که یک دارایی زیربنایی را در یک قیمت از قبل تعیین‌شده در آینده خرید یا فروش کنند. این قرارداد شبیه قراردادهای آتی متداول است. تنها تفاوت اصلی میان بیع سلم و قراردادهای آتی مرسوم آن است که در بیع سلم کل مقدار پول در ابتدای قرارداد و به صورت نقد پرداخت می‌شود. هدف این قرارداد کمک به تولیدکنندگان برای تأمین مالی سرمایه در گردش است. قیمت پرداخت در این حالت معمولاً کمتر از قیمت نقدی است. این نوع قرارداد با قراردادهای آتی که معمولاً قیمت بیشتر از قیمت نقدی است متفاوت است. بیع سلم محدود به چندین شرط است: کل پرداخت‌ها می‌بایست توسط خریدار در زمان فروش انجام شود. همچنین دارایی زیربنا می‌بایست درخور استاندارد شدن بوده و به آسانی قابل تقسیم باشد. مقدار، کیفیت، تاریخ سررسید و مکان تحویل می‌بایست مشخص

باشد. دارایی زیربنا یا کالای زیربنا، لازم است موجود بوده و قابل عرضه در بازار باشد. با این صفات به نظر می‌رسد که قرارداد سلم شبیه پیمان‌های آتی است با یک تفاوت اساسی و آن این که در قرارداد سلم قیمت به صورت نقد است. بقیه مشکلات قراردادهای آتی در سلف نیز وجود دارد. ریسک در اینجا به طرف خریدار منتقل می‌شود. به منظور کاهش ریسک عدم فروش به خریدار، شریعت ضمانت‌هایی پیش‌بینی کرده است. از جمله این ضمانت‌ها سلم موازی با فروشنده اولیه یا سلم موازی مؤسسات مالی با فرد ثالث است. بی‌گمان همه فقها با این موضوع موافق نیستند. در حالت سلم موازی مؤسسات مالی وارد گود بازی می‌شوند. در حالت اول خریدار در قالب یک سلف موازی دارایی زیربنا را در همان تاریخ به فروشنده می‌فروشد. قیمت فروش می‌تواند بالاتر باشد. در حالت دوم بانکی که وارد قرارداد اولیه شده است قول و وعده می‌دهد که کالا را به طرف ثالث در سررسید به فروش برساند. از آنجا که این مبادله دوم قرارداد نیست بانک پیش‌پرداخت دریافت نمی‌کند.

۴-۲- استصناع

استصناع خرید چیزی است به قیمت معین که طبق ویژگی‌های مورد توافق در آینده ساخته یا احداث می‌شود. موضوع عقد استصناع در زمان عقد وجود ندارد و قرار است در آینده ساخته شود. به عبارت دیگر، استصناع یا قرارداد سفارش ساخت در واقع قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبتنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه‌ای با ویژگی‌های مشخص در آینده است که سفارش گیرنده (پیمانکار) در ازای اخذ مبالغی معین در آینده در زمان‌های توافق شده که بخشی از آن می‌تواند به صورت نقد و بخشی به صورت اقساط به تناسب پیشرفت فیزیکی کار یا حتی مستقل از آن باشد بر اساس زمان‌بندی کوتاه‌مدت یا بلندمدت به طور مثال از ۱ سال تا ۱۰ سال متعهد می‌شود مواد اولیه و کالاهای موردنیاز پروژه را به طور مستقیم خود تهیه و در زمان مشخص کالا و یا پروژه موردنظر را ساخته و به سفارش‌دهنده تحویل دهد. (کميجانی و نظرپور، ۱۳۸۷)

۴-۳-مراجعة

یکی از انواع بیع می‌باشد که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده و مقصود از آن بیعی است که فروشنده قیمت تمام شده کالا شامل قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل و نگهداری و هزینه‌های دیگر مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به عنوان سود می‌کند. (نظریور، ۱۳۸۵). مراجعه نوع خاصی از ابزارهای مالی شرعی است که اساس و پایه بیشتر محصولات مشتق اسلامی را می‌سازد. در این روش، بانک‌های اسلامی کالای موردنیاز مشتریان را خریداری و به همراه حاشیه سود به صورت اقساط به مشتریان خود واگذار می‌کنند.

۴-۴- عربون (عربان)

قرارداد عربون یک قرارداد خرید شرطی است. تحت این قرارداد خریدار یک درصد کمی از قیمت خرید (شبهه بیعانه) به فروشنده می‌پردازد. قرارداد طوری است که اگر خریدار تمایل به ادامه خرید داشته باشد آنگاه بخش پرداخت شده از قیمت نهایی کاسته می‌شود. اگر خریدار تمایل به خرید نداشته باشد، خریدار بازپس‌گیری مبلغ سپرده را پیگیری نمی‌کند. این نوع قرارداد شبهه اختیارات متعارف است. تفاوت آن است که مقدار پرداختی در اختیارات در صورت اعمال اختیار جزء هزینه‌های خرید به حساب نمی‌آید. قرارداد عربون فروش دارایی نیست و ممکن است به خرید و فروش منجر نشود بلکه در واقع حق خرید است. این قرارداد در بطن خویش یک نوع ریسک و نااطمینانی دارد. مذهب حنبلی عربون را بر اساس روایتی به نقل از پیامبر پذیرفته‌اند. آکادمی فقه اسلامی کشورهای عضو کنفرانس اسلامی این قرارداد را به شرط اینکه محدوده زمانی آن مشخص شده باشد می‌پذیرد. ابن رشد می‌نویسد که اکثر مجامع فقهی با عربون مخالف هستند زیرا دارای غرر، ریسک و گرفتن پول بدون ملاحظه بازدهی است.^۱

¹ Sidney Yankson,

۴-۵- وعده

وعده یک کلمه عربی است که به معنای واقعی کلمه به معنی "عهد، پیمان، قرار" است. عبارت وعده به قول یک طرفه‌ای اطلاق می‌شود که تعهد فردی به دیگری را برای انجام کاری نشان می‌دهد. در واقع وعده، یک پیمان و تعهد تک جانبه است و دارای ویژگی‌های اختیار است. الغداد^۱ معتقد است بین وعده و مواعده تفاوت وجود دارد. بر حسب نظر وی، مواعده یک قول دو طرفه است که دو گروه تصمیم می‌گیرند که کاری را برای همدیگر انجام دهند.

وضعیت قول و وعده در اسلام یک بحث چالشی است زیرا در اسلام کلمه وعده بیش از ۱۵۰ بار تکرار شده و یکی از ویژگی‌های افرادی که پیمان شکنی می‌کنند به منافق تعبیر شده است. دلالت‌های زیادی مانند آیه "وفوا بالعقود" و احادیث "المسلمون (المؤمنون) عند شروطهم" و سایر مستندات وجود دارد که بیانگر اهمیت وعده در اسلام است. بر اساس آیه بالا، عمل به وعده دستور شرع اسلام است. گرچه این دستور در اسلام وجود دارد لیکن حقوقدانان دیدگاه‌های متفاوتی درباره الزام آور بودن وعده دارند. برخی آن را الزام آور، برخی غیر الزام آور و برخی الزام آور تحت یک سری شرایط می‌دانند. در این زمینه آکادمی فقه اسلامی جده بر این نظر است که وعده نه تنها نزد خدا بلکه در یک دادگاه قانونی نیز باید هنگامی که در معاملات استفاده می‌شود، پذیرفته شود.

۴-۶- تورق^۲

در زبان عربی، تورق از واژه "ورق" ریشه گرفته که نمادی برای نقره است. به طور معمول این کلمه به مفهوم نقره است. به مرور زمان، کلمه تورق به معنی وسیع‌تر مانند پول نقد تعمیم داده شده است. تورق از جمله روش‌هایی است که توسط اشخاص به منظور دریافت پول نقد به کار گرفته می‌شود. در این نوع قرارداد فروش، خریدار یک کالای قسطی را به صورت نقدی و کمتر از مبلغی که خریداری کرده است به فروش

^۱ Ghuddah, 2006

^۲ Tawarruq

می‌رساند تا نقدینگی موردنیاز را تأمین کنند. این ابزار برای خریدهایی نظیر ازدواج، خرید خانه، هزینه‌های دارویی و غیره نیز می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. به اصطلاح تورق به خرید کالا به صورت نسیه و فروش نقدی آن به غیر فروشنده برای دستیابی به نقدینگی اطلاق می‌شود. بنابراین عقد تورق حداقل سه طرف دارد: اول درخواست‌کننده تورق که در ابتدا کالایی را به صورت نسیه خریداری کرده و نقد می‌فروشد که متورق یا مستورق نامیده می‌شود؛ دوم فروشنده اول که کالا را به متورق می‌فروشد؛ سوم خریدار دوم که کالا را به صورت نقدی از متورق خریداری می‌کند. عقد تورق به دو صورت تورق فردی و تورق منظم تقسیم می‌شود. در تورق فردی، متورق یا فرد نیازمند نقدینه (پول) خودش شخصاً به خرید نسیه‌ای کالا اقدام می‌کند و آن را به دیگری به صورت نقدی می‌فروشد و از این طریق نیاز مالی خود را تأمین می‌کند. در تورق منظم، وکیل متورق عملیات تورق را برای مشتری متورق به گونه ذیل انجام می‌دهد: کالا را به نسیه به متورق می‌فروشد؛ سپس وکیل مشتری برای فروش نقدی کالا به طرف دیگر می‌شود و ثمن نقدی را به متورق (مشتری) تسلیم می‌کند در این حالت به جز سه طرف پیش گفته، شخصی حقیقی یا حقوقی به عنوان وکیل متورق نیز در این معامله حضور دارد. در صورتی که شخص حقوقی وکیل متورق، بانک یا مؤسسه مالی باشد این قرارداد تورق بانکی نیز نامیده می‌شود. اکثریت محصولات و خدمات معرفی شده توسط مؤسسات اسلامی در زمینه سوپا با استفاده از قرارداد تورق صورت گرفته است.

۵- دیدگاه فقها و محققان اسلامی درباره مشتقات

۵-۱- آتی‌ها

عمده‌ترین نظرات مجامع فقهی و محققان اسلامی در مورد پیمان‌ها و قراردادهای آتی به صورت زیر است^۱:

^۱ Enhab M. Injadat, (2014)

۵-۱-الف- نظرات مخالف

پیمان‌ها یا قراردادهای آتی شامل فروش چیزی که وجود ندارد (المعدوم) و در نتیجه این فروش منجر به غرر می‌شود. این قراردادها شامل فروشی که دارای زیربنایی است که در مالکیت فروشنده نیست و فروش قبل از تصاحب و قبض واقعی است (آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی) و اگر فروشنده نتواند در مواقع فروش کالا را تحویل دهد قرارداد وارد غرر، ریسک و قمار می‌شود. غرر موجود در این قرارداد وقتی روشن‌تر می‌شود که یکی از آنها قادر به به اجرای وظیفه خود یا تحویل در سررسید نباشد. اکثر محققان اسلامی بیع کالی به کالی (بیع‌الدین) را ممنوع می‌دانند. ممنوع شدن بیع‌الدین نتیجه منطقی حذف ریاست. بیع کالی به کالی (بیع‌الدین) یک وسیله برای ریاست و منجر به غرر، دشمنی و ریسک بالا می‌شود. پیمان‌ها و قراردادهای آتی که زیر بنای آنها نرخ‌های بهره است، نظیر قراردادهای آتی نرخ بهره، به طور کلی ممنوع هستند. وقتی که دارای زیربنا یک شاخص فرضی نظیر شاخص آتی باشد در واقع شبیه یک نوع قمار است (آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی). آتی‌ها اگر دارای زیربنای آنها پول و ارز باشد در اسلام ممنوع هستند، زیرا پول و ارز کالا نیستند بلکه وسیله مبادله به شمار می‌روند. طبق شریعت اسلام پول یا ارز می‌بایست دست به دست و به صورت نقدی نه به صورت معوق مبادله شود. نظر برخی محققان آن است که آتی‌ها برای سفته‌بازی و قمار استفاده می‌شوند زیرا خیلی از آتی‌ها پوچ و صوری هستند و در اینجا مبادله واقعی صورت نمی‌گیرد. براساس گزارش اداره کنترل ارز^۱ تنها ۲/۷ درصد از معاملات مشتقات برای مقاصد پوشش ریسک استفاده می‌شود و بقیه برای مقاصد سفته‌بازی به کار گرفته می‌شوند. گوپتا^۲ تأکید می‌کند که به سختی ۱ تا ۲ درصد از مشتقات دارای فروش واقعی هستند. یعنی دارای زیر بنا به صورت واقعی معاوضه می‌شود. در این زمینه باید اشاره کرد که در پایان سال ۲۰۱۲ حجم مشتقات جهان در بازار سازمان یافته ۵۲ تریلیون دلار بوده که در مقایسه با ۷۱/۹ تریلیون دلار تولید ناخالص جهانی ۱۸ برابر برآورد شده است.

^۱ Office Of The Controller Of Currency

^۲ Gupta, 2006

۵-۱-ب) نظرات موافق قراردادهای آتی

در مورد فروش قبل از تصاحب برخی‌ها اعتقاد دارند که این شرط برای مواد غیرغذایی و فاسد نشدنی لازم نیست و فروش قبل از تصاحب این اقلام اشکال ندارد. علت اینکه فروش چیزی که وجود ندارد و صاحب نیستید، ممنوع است آن است که فروشنده توانایی تحویل را ندارد. لیکن چنانچه تحویل تضمین شود، آنگاه وجود و تصاحب موضوعی نیستند که بتوانند اسباب تحریم شوند. در شریعت اسلام فروش کالاها و محصولات مالی قبل از تصاحب چنانچه با غرر همراه نباشد نظیر سلم اشکالی ندارد. در خصوص تعویق پرداخت، برخی محققان این موضوع را در مورد قراردادهایی که موضوع آنها کالا است می‌پذیرند، لیکن در اوراق بهادار مالی نمی‌پذیرند. حمود^۱ بیان می‌کند که تعویق هر دو بر اساس قول دو طرف (مواعده) پذیرفته می‌شود. برخی از محققان اسلامی تعویق هر دو (ثمن و مئمن) را در شرایط خاص و ضروری نظیر حج را می‌پذیرند. نظر افراد نظیر کمالی^۲ آن است که دلیلی در سنت برای ممنوعیت فروش بدهی وجود ندارد. آلبانی^۳ بیان می‌کند که حدیث کالی به کالی آنقدر قوی نیست که بتواند مبنای قوی برای تحریم فروش بدهی باشد. در شریعت اسلام قراردادهایی نظیر استصناع پذیرفته شده به گونه‌ای که در آن هم قیمت و هم کالا معوق است. قرارداد استصناع یک قرارداد بدهی برای بدهی است اما مورد قبول اسلام است. برخی از کارشناسان معتقدند که قراردادهای آتی با بیع السیفاه^۴ (فروش توصیف) هماهنگ است یعنی فروش چیزی که وجود ندارد اما در زمان قرارداد خیلی خوب توصیف شده و قرار است در آینده تحویل شود.

امام خمینی (ره) بیان می‌کند که به دلیل اینکه فروشنده می‌پذیرد که در یک تاریخی کالایی را تحویل و خریدار هم می‌پذیرد که قیمت آن را بپردازد این قراردادها به صورت صلح بوده و مورد قبول است. در مجموع می‌توان نتیجه‌گیری کرد تحریم فروش

¹ Hamoud, 1976

² Kamali, 2007

³ Al-Albani, M. A. M. (2005)

⁴ Al-Sifah

غیر موجود و قبل از تصاحب اگر عنصر غرر در آن نباشد، مهم نیست. بر اساس این دیدگاه در کشور ایران، قراردادهای آتی اسلامی مشروط به اینکه در سررسید تحویل فیزیکی کالاها صورت بگیرد، پذیرفته شده است و برای کالاهایی نظیر سکه، سهام، ارز و برخی محصولات دیگر بازار آتی ایجاد شده است. در کشور مالزی نیز هیئت شرعی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، قرارداد آتی روغن خام پالم و قرارداد آتی سهام را مجاز شمرده است. همچنین در ترکیه یک نوع قرارداد آتی برای برخی احشام زنده وجود دارد.

۵-۲-اختیارات

با توجه به حق بودن موضوع معامله (متمن) در معامله حق اختیار خرید و فروش، صحت این معامله مبتنی بر این است که آیا این حق قابلیت خرید و فروش دارد یا خیر. برخی محققان نظیر احمد محبی‌الدین حسن، حق اختیار معامله را به دلیل بطلان سررسید بیش از ۳ روز تحت عنوان خیار شرط و به دلیل سود اضافی خریداران حق اختیار معامله و ظلم بودن آن صحیح نمی‌دانند. ابوسلیمان حق اختیار معامله را در صورتی صحیح می‌داند که تحت عنوان "بیع العربون" قرار گیرد، لیکن اگر از دارایی اساسی پشتوانه آن خارج شود و فروشنده از فروش حق اختیار معامله درآمدی کسب کند، صحیح نمی‌داند. برخی از حقوقدانان یگانه مانع حق اختیار معامله را غرر می‌دانند و به علت وجود اطلاعات و استاندارد بودن قراردادهای جدید در بازارهای بورس غرر را منتفی و معامله را صحیح می‌دانند. (پاشا ۱۳۸۲)

نظر دیگر درباره صحت اختیارات آن است که این معامله شباهت زیادی به بیمه دارد و با توجه به صحت عقد بیمه می‌توان گفت: حق اختیار معامله نیز صحیح است و تفاوت اندکی میان بیمه و آن، زیانی به صحت آن نمی‌زند.

برخی دیگر آن را شبیه قولنامه و معامله عادی می‌دانند و از این رو معتقدند که با اختیار معامله که ضمانت اجرای آن پرداخت حق شرط است شباهت کامل دارد. یگانه تفاوت آن است که در قولنامه دو طرف به انجام تعهد خود ملزم هستند ولی پیش‌بینی می‌شود که یکی از دو طرف عهد را نقض کند که در این صورت وجه التزام به دیگری

داده می‌شود. لیکن در اختیار معامله خریدار اختیار دارد به تعهد خویش عمل کند یا صرف نظر کند و حق شرط به طرف دیگر تعلق گیرد. (فطانت و آقاپور ۱۳۸۰). نظر دیگر آن است اختیار معامله نوعی بیع است و خریدار معامله هنگام خرید معامله را به صورت قطعی انجام می‌دهد لیکن تا مدتی حق فسخ برای خود محفوظ نگه می‌دارد.

۵-۳- سواپ

۵-۳-۱- جمع عقود

همانگونه که مشخص است سواپ شامل ترکیب چندین قرارداد در یک معامله است. برای مثال در سواپ نرخ سود یکسری از قراردادها (مراجعه یا مساومه) بین نرخ‌های سود ثابت و شناور اجرا می‌شود. این موضوع با برخی موضوعات تحریم شده در سنت پیامبر قابل مقایسه است. برای مثال روایت شده است که: "نهی النبی (ص) عن بیع و سلف، و عن بیعتین فی بیعه و عن صفتین فی صفة"^۱. پیامبر (ص) ترکیب قرارداد فروش و بدهی، ترکیب دو قرارداد در یک قرارداد و ترکیب دو معامله در یک معامله را ممنوع کرده است. بیشتر حقوقدانان مسلمان قبول دارند که ترکیب یک قرارداد فروش با یک وام به دلیل تفاوت در ماهیت توافق فروش (بیع) و توافق قرض یا وام (سلف) مورد پذیرش نیست. فروش (بیع) یک قرارداد مبادله (مواعده) است در حالی که وام (سلف) یک قرارداد با ماهیت وعده است. قرارداد (بیع) و وام (سلف) از نظر محدودیت‌های زمانی نیز با هم متفاوت هستند. فروش دارای محدودیت زمانی است لیکن وام محدودیت زمانی ندارد. به طور خلاصه ترکیب آنها دارای تناقض است. یک مثال از ترکیب خرید و فروش و وام این است که: یک فروشنده بگوید "این پیراهن را به من قرض بده و به من با قیمت ۱۰ تومان بفروش" یا "این پیراهن را به من بفروش اگر شما می‌خواهید پولم را قرض کنید."

درباره ترکیب چند قرارداد در یک قرارداد نظر محققان متفاوت است. یک مثال از ترکیب چند قرارداد در یک قرارداد آن است که در یک قرارداد شرایطی تعیین شود که قرارداد دیگر تحت تأثیر قرار گیرد. در مثال بالا شبیه این است که بگوید "من این پیراهن

¹ Dusuki, Asyraf Wajdi And Shabnam Mokhtar, 2010

را با ۲۰ تومان نسیه یا ۱۰ تومان نقد می‌فروشم، یکی را انتخاب کن. یا این کالا را به شما می‌فروشم با این شرط که شما اسب خود را به من بفروشی". شورای فقهی سازمان حسابداری و حسابرسی اسلامی^۱ ترکیب قراردادها در یک قرارداد را مشروط به موارد زیر مجاز دانسته است:

- ۱- ترکیب قراردادها نباید شامل مواردی باشد که توسط شریعت منع شده باشد، نظیر ترکیب فروش و وام.
- ۲- ترکیب قراردادها نباید عاملی برای کسب ربا باشد.
- ۳- ترکیب قراردادها نباید با اهداف نهایی آنها در تناقض باشد. مثلاً ترکیب مضاربه با مباحه سرمایه به مضارب.

۵-۳-۲- مواعده ملزم

تقریباً تمام سواب‌های معرفی شده در مؤسسات مالی اسلامی در ابتدا از اصل وعده استفاده می‌کنند. گفته شد که قول یا وعده قولی است یک طرفه که توسط یک طرف برای انجام کاری در آینده داده می‌شود. حقوقدانان بحث‌های زیادی دارند مبنی بر این که آیا وعده الزام‌آور است یا خیر. به طور کلی مجمع فقه اسلامی سازمان کنفرانس اسلامی دو نظر در این زمینه را منتشر کرده است: در اولین نظر که در سال ۱۹۸۸ در پنجمین کنفرانس در کویت مطرح شده است بیان می‌شود که وعده تنها برای طرفی که وعده کرده است الزام‌آور است (هم اخلاقی و هم قانونی). بر این اساس جای تعجب ندارد که بیشتر محصولات سواب پوشش ریسک، از وعده استفاده کرده‌اند. مجمع فقه کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی در جدیدترین نظر خویش درباره مواعده به روشنی اجازه آن را نداده است. مواعده زمانی است که دو قول در یک قرارداد به اجرا درآید. این نظر نیز مورد قبول سازمان حسابداری و حسابرسی اسلامی نیز قرار گرفته است.

۵-۳-۳- پوشش ریسک یا سفته‌بازی

به طور کلی باید گفت که تمام سواب‌های اسلامی توسط شورای فقهی مؤسسات

^۱AAOIFI (2007)

اسلامی تنها به منظور پوشش ریسک مجاز شده‌اند. این بدان معنی است که از آنها نمی‌توان برای سفته‌بازی استفاده کرد. یعنی به صراحت بیان شده است که این محصولات تنها برای پوشش ریسک و کاهش هزینه مورد تأیید قرار گرفته‌اند و استفاده از آنها برای سفته‌بازی ممنوع شده است. این دیدگاه توسط تمامی مؤسساتی که سوپ را مجاز شمرده‌اند نظیر خانه مالی کویت^۱ بانک اسلامی سیمب^۲ و سایرین مورد قبول واقع شده است.

با توجه به اینکه اکثریت مشتقات مرسوم در دنیا برای سفته‌بازی مورد استفاده قرار می‌گیرند و تنها درصد کمی (۲/۷ درصد) برای مقاصد پوششی به کار می‌روند، از این رو این نگرانی وجود دارد که از ابزارهای اسلامی برای مقاصد سفته‌بازی استفاده شود. البته خیلی مشکل خواهد بود که بتوان تشخیص داد که استفاده از ابزار سوپ برای مقاصد پوشش ریسک یا سفته‌بازی به کار رفته است. بنابراین شرایط و قواعد تکمیلی دیگری مورد نیاز است تا بتوان مطمئن شد که سوپ تنها برای مقاصد پوششی به کار گرفته شود. برای مثال چنانچه دارایی و قرارداد زیربنا صوری نبوده فرضاً قرارداد اجاره باشد، امکان استفاده از آن برای مقاصد سفته‌بازی کمتر است. یا چنانچه انتقال مالکیت در سوپ تکمیل شود امکان سفته‌بازی کمتر می‌شود.

۶- تجربه‌های عملی در زمینه ابزارها و محصولات مشتقه اسلامی

مؤسسات مالی اسلامی با کمک شوراهای فقهی و مهندسی مالی خود بنا به ضرورت‌های پیش آمده، الگوهایی را برای پوشش ریسک بازار بر اساس محصولات مشتقه اسلامی تدوین کرده‌اند. در این بخش برخی از مهم‌ترین و جدیدترین ابزارها و محصولاتتی که در برخی مؤسسات مالی اسلامی در کشورهای مسلمان به اجرا درآمده است، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۶-۱- سلف اسلامی ارز

از نظر شرع اسلام، مشکل ساختار سلف ارز معمولی^۳ زمانی ظاهر می‌شود که طرف‌های

^۱ Kuwait Finance House

^۲ CIMB Islamic

^۳ FX Forward

درگیر می‌خواهند در زمانی در آینده تبادل ارز داشته باشند، لیکن در زمان قرارداد نرخ از قبل ثابتی برای آن مشخص کنند. این مغایر با قوانین شریعت حاکم بر تبادل ارز (بیع صرف) است. بسیاری از احادیث وجود دارند که حاکم بر قوانین مربوط به معامله ارز هستند. بهترین و شناخته‌شده‌ترین حدیث آن است که در آن پیامبر (ص) فرموده‌اند:

"الذهب بالذهب، و الفضة بالفضة، و البر بالبر، و الشعير بالشعير، و التمر بالتمر، و الملح بالملح، مثلاً بمثل، سواء بسواء، يداً بيداً و فاذا اختلفت هذه الاصناف فبيعوا كيف شئتم اذا كان يداً بيداً". طلا با طلا، نقره با نقره، گندم با گندم، جو با جو، خرما با خرما، نمک با نمک، همانند با همانند، هم وزن با هم وزن و دست به دست خرید و فروش شود. اما اگر این انواع در مبادله با هم متفاوت باشند هرگونه که می‌خواهید بفروشید مشروط به آن که دست به دست (نقد) باشد^۱. دلالت طلا و نقره در حدیث بالا، مشابه پول کاغذی و سکه‌ای و ارز مبادله‌ای در جهان امروز است. در نتیجه، سلف اسلامی ارز بر اساس اصول و قراردادهای اسلامی می‌بایست برای ریسک‌های نوسان‌های نرخ ارز طراحی شود. برای سلف اسلامی ارز دو ساختار مهم که معمولاً در بازار مالی اسلامی تجربه شده است، وجود دارد. یک ساختار بر اساس وعده و دیگری بر اساس تورق است.

۶-۱- الف - سلف اسلامی ارز بر اساس وعده

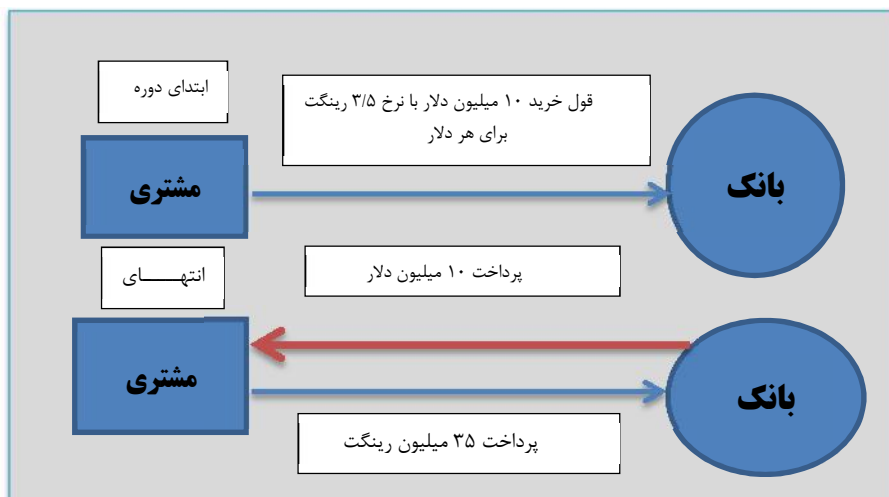
نمودار ۱ روش کار سلف اسلامی ارز مبتنی بر اصل وعده یک طرفه را نشان می‌دهد. شرح مختصری از سلف اسلامی ارز بر اساس وعده شرح زیر است:

۱- در ابتدای دوره، مشتری وعده خرید ۱۰ میلیون دلار را با نرخ ۳/۵ رینگت برای هر یک دلار در تاریخ مقرر (یک تاریخ خاص در آینده) را به بانک خواهد داد.

۲- در انتهای دوره، اجرای واقعی قرارداد مبادله انجام می‌شود و بر این اساس مشتری به وعده خود مبنی بر خرید ۱۰ میلیون دلار از بانک عمل می‌کند. یعنی مشتری بر اساس وعده از پیش تعیین شده با نرخ ۳/۵ رینگت برای هر یک دلار بدون توجه به نرخ ارز حاکم بر بازار، با پرداخت ۳۵ میلیون رینگت به بانک، مبلغ ۱۰ میلیون دلار دریافت می‌کند.

¹ Sahih Muslim, Vol.3, p.1211.

نمودار شماره ۱: سلف اسلامی ارز براساس وعده یک طرفه

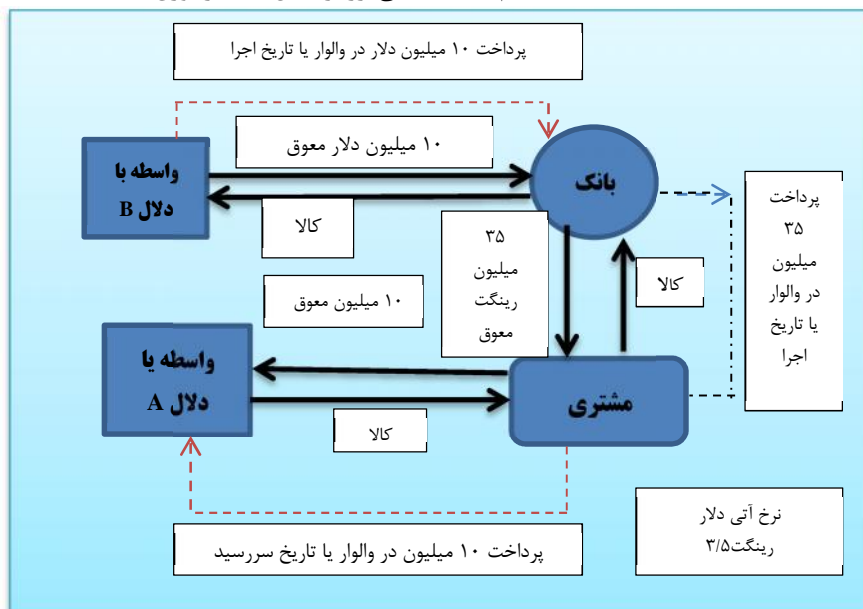


از این رو در این ساختار در ابتدای دوره هیچ قراردادی برای مبادله دو ارز امضا نمی‌شود و تنها یک قول توسط یک طرف قرارداد برای اجرای یک قرارداد مبادله ارز در آینده وجود دارد. بنابراین الزامات مبادله ارز در شریعت نقض نمی‌شود.

۶-۱-ب- سلف اسلامی ارز بر اساس تورق

برای برخی از مؤسسات که ساختار مبتنی بر تعهد و وعده را نمی‌پسندند، ممکن است ساختار مبتنی بر تورق را انتخاب کنند. تورق می‌تواند در قالب مجموعه‌ای از معاملات فروش مارجحه یا معاملات فروش مساومه شکل بگیرد. حالت دوم (مساومه) زمانی استفاده می‌شود که مشکلاتی برای تعیین قیمت هزینه‌ای کالا معامله شده وجود داشته باشد. نمودار ۲ مکانیسم سلف اسلامی ارز براساس اصل ساختار تورق را نشان می‌دهد.

نمودار شماره ۲: مکانیسم سلف اسلامی ارزش براساس ساختار تورق



شرح مختصر نمودار شماره ۲ به این صورت است:

- ۱- مشتری که مایل به خرید ۳۵ میلیون رینگت است، در ابتدا یک کالا (آلومینیوم، نفت خام و غیره) را با قیمت ۱۰ میلیون دلار از کارگزار A با شرایط معوق و قابل پرداخت در تاریخ مقرر خرید می‌کند.
- ۲- در زمان تصاحب کالا، مشتری کالا را به بانک به ارزش ۳۵ میلیون رینگت (بر اساس نرخ آتی دلار-رینگت ۳/۵) با شرایط معوق و قابل پرداخت در تاریخ مقرر به فروش می‌رساند.
- ۳- پس از مالکیت کالا توسط بانک، بانک کالا را به کارگزار B به قیمت ۱۰ میلیون دلار به فروش می‌رساند. قیمت در تاریخ مقرر واریز خواهد شد.
- ۴- در تاریخ مقرر، تمام تعهدات حل و فصل خواهد شد. در این مورد، بانک ۱۰ میلیون دلار برای کالایی که در تاریخ خرید و فروش فروخته دریافت می‌کند. همزمان، بانک نیاز به تسویه تعهد خود نسبت به مشتری برای کالای خریداری شده بر اساس

- معوق، برای قیمت مورد توافق ۳۵ میلیون رینگت دارد. مشتری همچنین تعهد خود را به کارگزار به قیمت ۱۰ میلیون دلار تسویه می‌کند. بنابراین در پایان پیامدهای اقتصادی معاملات تورق به صورت نمودار ۲ که در بالا نشان داده شده عبارت‌اند از:
- مشتری اساساً با دست آوردن ۳۵ میلیون رینگت در نرخ آتی، در برابر ریسک نرخ ارز مصون می‌ماند.
 - بانک همچنین مبادله ۳۵ میلیون رینگت با ۱۰ دلار با نرخ آتی، ریسک را مدیریت می‌کند.

۶-۲- سواپ اسلامی ارز

از نظر فنی، سواپ را می‌توان همانند یک موافقت‌نامه دو جانبه قراردادی تعریف کرد، که در آن هر دو طرف روی پرداخت‌های دوره‌ای به طور همزمان در ازای دو جریان متفاوت از جریان نقدی توافق می‌کنند. این پرداخت‌ها در واقع پایه‌های دو طرف مبادله هستند و بر اساس ارزش‌های فرضی دارایی زیربنا (نویشن) تعیین می‌شوند. به طور کلی، اهداف اصلی معامله، مصونیت در برابر ریسک‌های مالی است.

سواپ ارز شامل مبادله دو ارز خارجی در دو زمان آغاز و انقضاست. این مبادله دوگانه باعث می‌شود تا سواپ ارز متفاوت از یک قرارداد سلف ارز باشد. در قرارداد سلف، تبادل تنها یک بار اتفاق می‌افتد. به عنوان مثال، یک طرف خواهان تبدیل دلار آمریکا با رینگت مالزی می‌شود. پس از مبادله بین دلار آمریکا و رینگت مالزی، قرارداد سلف منقضی خواهد شد. با این حال، در مکانیزم سواپ ارزی، تبادل بیش از یک بار صورت می‌گیرد. برای مثال، بانک ۱۰۰ میلیون دلار آمریکا را با ۳۵۰ میلیون رینگت مالزی تبدیل می‌کند (فرض کنید که این نرخ نقدی است). در تاریخ سررسید، رینگت مالزی به دلار آمریکا در نرخ مورد موافقت سلف ابتدای دوره، تبدیل خواهد شد.

سواپ ارز همچنین می‌تواند ترکیبی از یک قرارداد سلف و نقد باشد. در آغاز، یک تبادل ارز وجود دارد، که در آن دلار آمریکا به رینگت مالزی به صورت نقد تبدیل می‌شود. در همان روز، هر دو طرف، قرارداد را به صورت سلف برای تبدیل رینگت مالزی به دلار آمریکا در نرخ سلف اجرا می‌کنند. سواپ‌های ارز معمولاً برای دوره کوتاه‌مدت کمتر از

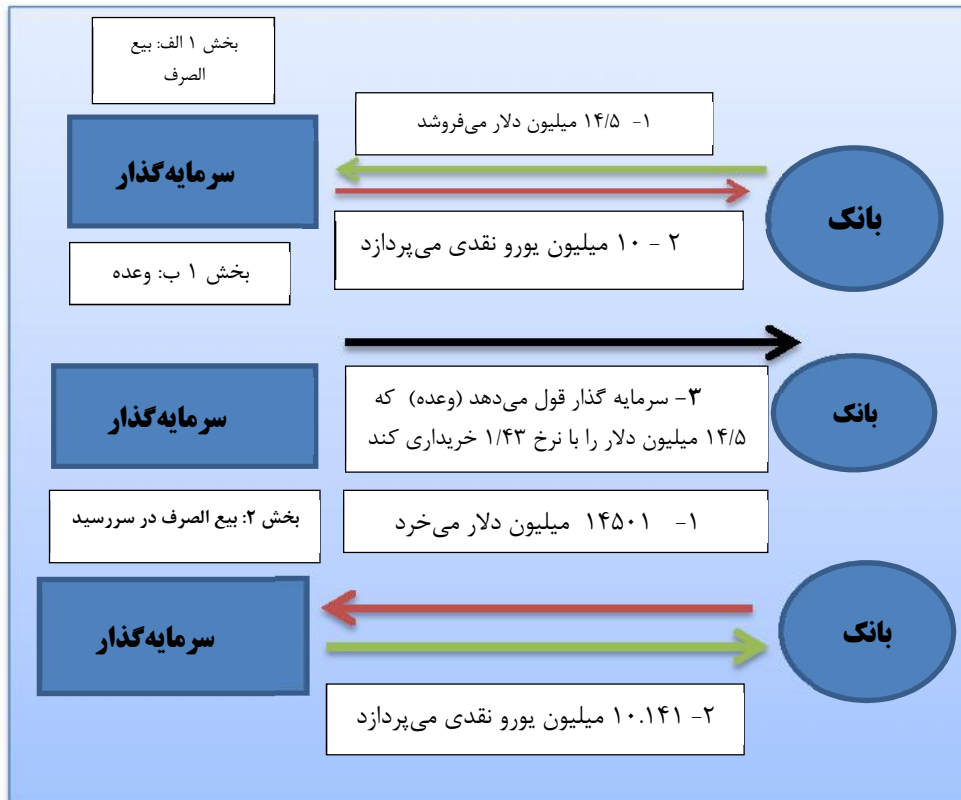
یک سال اجرا می‌شود. هدف از سواپ ارز به دست آوردن ارز خارجی در یک دوره کوتاه زمانی است.

از دیدگاه شریعت، مشکل قرارداد سواپ ارز از زمانی آغاز می‌شود که طرف‌های درگیر، خواهان مبادله ارز در زمانی در آینده باشند، لیکن امروز بخواهند نرخ را در زمان انعقاد قرارداد تعیین کنند. این مورد مغایر با حکم بیع الصرف است که باید مبادله ارز به صورت معامله نقدی انجام گیرد. برای حل این مشکل، سواپ ارز اسلامی مبتنی بر اصول شریعت توسعه داده شده است. برای سواپ اسلامی ارز، دو ساختار در بازار وجود دارد. یک ساختار مبتنی بر قرارداد بیع تورق و دیگری بر اساس مفهوم وعده است.

۶-۲-۱- سواپ ارز اسلامی براساس وعده

اولین ساختار، ساختار سواپ ارز مبتنی بر مفهوم (وعده) است. سرمایه‌گذاری که دارای ۱۴/۵ میلیون دلار آمریکا است می‌تواند این دلار را به بانک براساس قیمت نقدی برای به دست آوردن یورو به فروش برساند (بیع صرف نقدی). پس از آن سرمایه‌گذار به بانک وعده ورود به قرارداد بیع صرف را در یک زمان آینده در نرخ روز می‌دهد، تا در آینده سرمایه‌گذار، دلار آمریکا را بدون ریسک‌های ناشی از نوسان‌های نرخ ارز برگرداند. به طور خلاصه، سواپ ارز اسلامی شامل بیع صرف در آغاز دوره همراه با وعده برای انجام بیع صرف دیگری در تاریخ آینده است. در دوره سررسید، بیع صرف دوم برای بازگشت به ارز اصلی اجرا خواهد شد. نمودار ۳ مکانیسم سواپ ارز اسلامی براساس وعده را نشان می‌دهد.

نمودار شماره ۳: مکانیسم سواپ اسلامی ارز براساس وعده

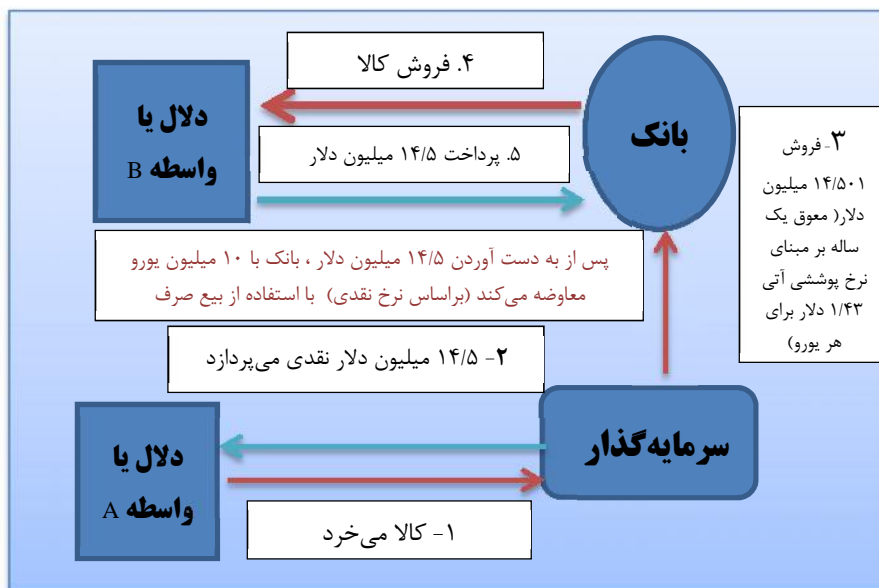


۶-۲-۲- سواپ ارز اسلامی براساس تورق

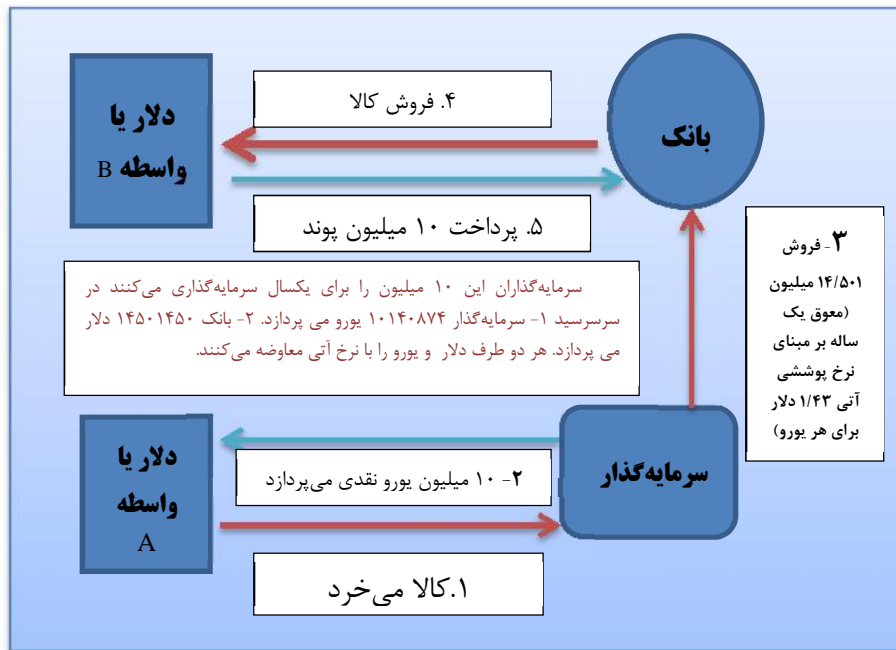
ساختار سواپ ارز اسلامی بر اساس تورق به طور معمول با دو معامله تورق (در آغاز) اجرا می شود که اجازه به دست آوردن اثر مشابه سواپ ارز را فراهم می کند. برای مثال فرض کنید که سرمایه گذاری دارای ۱۴/۵ میلیون دلار آمریکا است که خواهان سرمایه گذاری به یورو است، لیکن نمی خواهد خود را در معرض نوسان های بازار ارز قرار دهد. هدف از سواپ ارز، حفاظت از سرمایه گذار در برابر ریسک های ناشی از نوسان های نرخ ارز است. در مثال بالا فرض کنید نرخ ارز نقدی روز ۱/۴۵ دلار آمریکا برای هر یک یورو است.

اگر سرمایه‌گذار دلار آمریکا را با یورو مبادله کند، او در روز اول مبادله ۱۰ میلیون یورو دریافت می‌کند. چنانچه سرمایه‌گذار پول را با یورو سرمایه‌گذاری و پس از یک سال (زمانی که او خواهان مبادله یورو با دلار است) نرخ ارز به $1/40$ تغییر کند، در این صورت، او تنها ۱۴ میلیون دلار آمریکا (یعنی زیان $0/5$ میلیون دلاری) دریافت خواهد کرد. بالعکس اگر پس از یک دوره یک ساله، نرخ ارز دلار - یورو به $1/50$ برسد، سرمایه‌گذار در سررسید ۱۵ میلیون دلار (سود $0/5$ میلیون دلاری) به دست می‌آورد. اگر سرمایه‌گذار سواپ ارز را اجرا کند، خود را از تغییرات نرخ ارز دور ساخته و باعث مصونیت در برابر ریسک بازار ارز می‌شود.

نمودار (۴ الف): سواپ اسلامی ارز بر اساس تورق - بخش اول



نمودار (۴ب): سواپ اسلامی ارز بر اساس تورق- بخش دوم



توضیح نمودار ۴ (الف و ب) به شرح زیر است:

- ۱- سرمایه‌گذاری که دارای دلار آمریکا است، کالایی را (از طریق بانک عامل) به ارزش ۱۴/۵ دلار نقداً خریداری می‌کند.
- ۲- پس از آن، او کالای خریداری شده را به بانک (بر اساس نرخ آتی) به قیمت ۱۴/۵ میلیون دلار آمریکا به فروش می‌رساند. سپس او کالایی را که خریداری کرده بود به بانک (بر اساس نرخ آتی) با قیمت ۱۴۵۰ دلار به صورت اعتباری (یعنی ۱۴۵۰ دلار سود) به فروش می‌رساند. بانک پس از یکسال پرداخت را انجام می‌دهد. این معامله به سرمایه‌گذار بازده را برحسب دلار آمریکا خواهد داد. با این حال، هنوز هم هدف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری بر حسب یورو به دست نیامده است.
- ۳- بانک که کالا را از قبل خریداری کرده است، اکنون کالا را به کارگزار دیگری فروخته و ۱۴/۵ میلیون دلار آمریکا به صورت نقدی به دست می‌آورد.

۴- با توجه به نیاز بانک به یورو، بانک ۱۴/۵ میلیون دلار آمریکا را با ۱۰ میلیون یورو (بر اساس نرخ روز) معاوضه می‌کند. با استفاده از این پول، بانک کالا را از کارگزار B به ارزش ۱۰ میلیون یورو خریداری می‌کند.

۵- پس از مالکیت کالا، بانک آن را به سرمایه‌گذار به قیمت ۱۰۱۴۸۰۸۷۴ یورو به صورت اعتباری به فروش می‌رساند. پرداخت پس از یک سال انجام خواهد شد.

۶- سرمایه‌گذار کالا را به کارگزار خواهد فروخت و ۱۰ میلیون یورو به دست خواهد آورد. مفهوم اقتصادی معامله بالا این است که سرمایه‌گذار در انجام معاوضه ۱۴/۵ میلیون دلار آمریکا با ۱۰ میلیون یورو موفق شده است. او همچنین می‌تواند این ۱۰ میلیون یورو را به مدت یک سال سرمایه‌گذاری کند. در پایان یک سال، سرمایه‌گذار نیاز به پرداخت قیمت کالایی که از بانک خریداری کرده بود (اشاره به معامله ۵) جمعاً بالغ بر ۱۰۱۴۰۸۷۴ یورو را دارد. بانک همچنین باید به سرمایه‌گذار مبلغ ۱۴۵۰ میلیون دلار در نتیجه معامله کنونی پرداخت کند (اشاره به معامله ۲). نتیجه نهایی در تاریخ سررسید این است که هر دو طرف دلار آمریکا و یورو را با نرخ آتی تبدیل کرده‌اند. این تورق تنها در آغاز سواپ ارز انجام شده و هیچ معامله دیگری در طول دوره تکمیل وجود ندارد، به دلیل این که هدف از سواپ ارز تبادل ارز خارجی تنها در آغاز و در پایان و نه در میان دوره است.

۳-۶- سواپ متقاطع ارزی اسلامی^۱

سواپ متقاطع ارزی اسلامی زمانی که بانک استاندارد چارتر^۲ اولین سواپ از این نوع را برای بانک مالزی در جولای ۲۰۰۶ طراحی و اجرا کرد، آغاز به کار کرد. در اکتبر سال ۲۰۰۶، سیتی گروپ یک سواپ متقاطع ارزی را برای گروه سرمایه‌گذاری دوبی (DIB) طراحی کرد تا خطر سرمایه‌گذاری ۸۲۸ میلیون (تقریباً ۱۱۹ میلیون پوند) رینگت گروه سرمایه‌گذاری دوبی در بانک اسلامی مالزی را پوشش دهد.

ساختار پایه‌ای سواپ ارزی متقاطع اسلامی دو فروش مباحه کالایی را که جریانات نقدی جبرانی بر حسب ارزشهای متضاد در سررسید موردنظر دو طرف را تولید می‌کند، به هم

^۱ Islamic Cross-Currency Swap

^۲ Standard Chartered

مرتبط می‌سازد. مثال زیر نحوه عملکرد سواپ متقاطع ارزی اسلامی را نشان می‌دهد. حالتی را در نظر بگیرید که یک بانک اسلامی مالزیایی که درآمدهایش بر حسب رینگت افزایش می‌یابد لیکن با پرداخت‌های دلاری در طول دوره زمانی خاص روبه‌رو است. برای غلبه بر این عدم تطابق پولی، بانک می‌تواند جریان درآمدی آتی خود بر حسب رینگت را با جریان‌های درآمدی بر حسب دلار را با ورود به یک سواپ متقاطع ارزی اسلامی با یک کشور عضو شورای همکاری خلیج فارس (GCC) جایگزین کند. تحت این قرارداد، بانک اسلامی مالزیایی یک مقدار کالای A به صورت مباحه (یعنی در مقابل پرداخت‌های قسطی آتی) و بر حسب رینگت خریداری می‌کند. به طور همزمان یک بانک اسلامی در کشور عضو شورای همکاری خلیج فارس یک مقدار کالای B تحت قرارداد مباحه اما به صورت دلاری خریداری می‌کند. با ترکیب این دو قرارداد مباحه بر حسب ارزهای مختلف، هر طرف جریان‌ات نقدی بر حسب پول موردنظر دریافت می‌کند. سرانجام هر دو بانک کالای مربوط به خود را به منظور تأمین مخارج اولیه آنها می‌فروشند به نحوی که ارزش هر کالا در نرخ ارز غالب با همدیگر برابر باشند. مراحل کار مطابق نمودار ۵ به شرح زیر است:

الف- مباحه اولیه

تحت این معامله، بانک اسلامی A ابتدا کالاهایی را از یک عرضه‌کننده کالا (دلالت یا واسطه A) به قیمت هزینه خریداری می‌کند (مرحله ۱) و سپس این کالاها را در محل به طرف مقابل سواپ (همتا یا بانک کشور حوزه خلیج فارس یا GCC) به فروش می‌رساند (مرحله ۲). ارزش کالاهای خریداری شده و فروخته شده (در مراحل ۱ و ۲) هر دو به پول رایج واسطه A (در اینجا رینگت) صورت می‌گیرد. پرداخت‌های همتا برای کالاهایی که تحت مباحه اولیه خریداری شده است به صورت پرداخت معوق و اقساطی است که می‌تواند در زمان‌های از قبل توافق شده آن را پرداخت کرد (در اینجا قسط آخر شامل هزینه خرید کالا نیز است). کالاها در تاریخ ورود دو طرف به معامله تحویل داده می‌شود. به هنگام دریافت کالاها، طرف مقابل (همتا) (یا نماینده آن) بلافاصله در محل آن

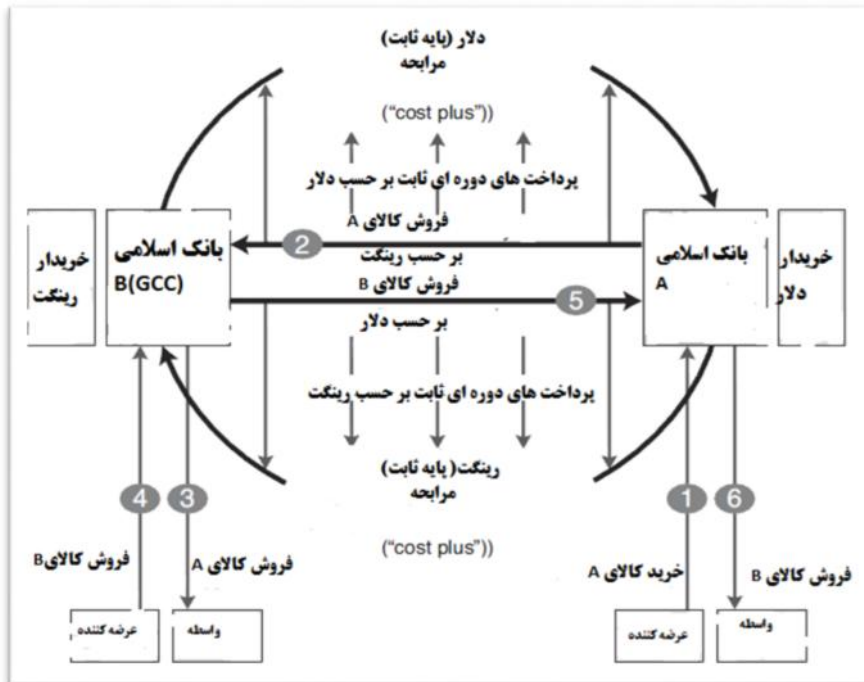
کالاها را به یک دلالت یا واسطه دیگر (دلالت یا واسطه B) بر حسب واحد پولی B (دلالت) می‌فروشد. (مرحله‌های ۳ و ۴)

ب- مرابحه معکوس^۱ یا ثانویه

برای شروع مرابحه ثانویه، طرف مقابل (همتا یا بانک GCC) ابتدا کالاهایی را از دلالت B می‌خرد و پول آن را با واحد پولی B (مرحله ۵) پرداخت می‌کند و سپس بلافاصله این کالاها را به بانک اسلامی مالزیایی برای تحویل فوری به فروش می‌رساند (مرحله ۵). کالاهای فروخته شده تحت مرابحه ثانویه باید معادل ارزش آنهایی باشد که تحت مرابحه اولیه خریداری شده‌اند. پرداخت توسط بانک مالزیایی بر مبنای اقساط معوق و بر حسب واحد پولی B است (به استثناء قسط آخر که در بردارنده پرداخت به صورت کامل با واحد پولی B است که شامل هزینه خرید نیز است). تاریخ‌های پرداخت اقساط در مرابحه ثانویه عکس و آینه پرداخت‌های تحت مرابحه اولیه قرار دارد (یعنی در هر سررسید هر قسط، یک پرداخت از سوی بانک اسلامی مالزیایی به همتا با واحد پولی B است و از همتا به بانک اسلامی مالزیایی با واحد پولی صورت می‌گیرد. به هنگام دریافت کالاها، بانک اسلامی مالزیایی فوراً این کالاها را در محل به دلالت A می‌فروشد تا پرداختی را با واحد پولی A انجام دهد. (مرحله ۶)

¹ Reverse Murabaha

نمودار شماره ۵: سواپ متقاطع ارزی اسلامی



۶-۴- سواپ نرخ سود اسلامی^۱

این محصول توسط بانک تجارت و بازرگانی بین‌المللی مالزی در سال ۲۰۰۵ مطرح و به مؤسسات مالی اجازه می‌دهد تا ریسک‌های ناشی از نرخ‌های بازده ثابت و شناور خویش را مدیریت کنند. یعنی از طریق سواپ نرخ سود، مؤسسات مالی اسلامی می‌توانند طبیعت (ثابت در برابر متغیر) نرخ‌های بازده خویش را مجدداً تجدید ساختار کنند. همانند سواپ متقاطع ارزی، سواپ نرخ سود بر مبنای ترکیب دو قرارداد مرابحه کالایی شکل می‌گیرد.

یک سواپ نرخ سود با یک سواپ نرخ بهره معمول که تحت آن دو طرف توافق می‌کنند تا پرداختی‌های شناور و ثابت دوره‌ای را با توجه به مقدار فرضی از قبل توافق شده^۲

^۱ Islamic Profit-Rate Swap

^۲ Pre – Agreed Notional

با هم مبادله کنند، قابل مقایسه است. همانند بسیاری از محصولات مشتقات مرسوم، سواپ نرخ بهره معمول از دیدگاه شریعت به دلیل ربوی بودن ممنوع است. سواپ نرخ سود درصدد است تا با استفاده از قراردادهای شرعی نظیر مرابحه متقابل موافقت شرعی را کسب کند. روش کار به این صورت است که ابتدا یک مرابحه اولیه^۱ مورد استفاده قرار می‌گیرد تا پرداخت‌های پایه ثابت (شامل هزینه و عنصر سود ثابت) تولید کند و سپس یک سری مرابحه معکوس مورد استفاده قرار می‌گیرد تا پرداخت‌های پایه شناور را (هزینه ثابت و عنصر سود شناور) تولید کنند. جزییات این روش مطابق نمودار ۶ به صورت زیر است:

الف- مرابحه اولیه: پروسه سواپ نرخ سود همچنان که در نمودار ۶ نشان داده شده است از خریدار (یا پرداخت کننده) نرخ شناور^۲ شروع شده است. خریدار (یا پرداخت کننده) نرخ شناور که در اینجا بانک اسلامی A است ابتدا کالاهایی را از طریق یک عرضه کننده کالا (دلال ۱) تأمین مالی می‌کند (مرحله ۱)؛ و سپس بلافاصله این کالاها را به همتای سواپ خود خریدار (یا پرداخت کننده) نرخ ثابت^۳ به فروش می‌رساند (مرحله ۲). ارزش کالاهای خریداری شده و فروخته شده از قبل توافق شده و کالاها در زمان مقرر قرارداد تحویل داده می‌شوند. خریدار (یا پرداخت کننده) نرخ ثابت به هنگام دریافت کالاهای خریداری کرده توسط خود یا نماینده، آن کالاها را بلافاصله به واسطه دیگری (دلال ۲) می‌فروشد تا پول نقد به دست آورد (مرحله ۳). خریدار (یا پرداخت کننده) نرخ ثابت، قیمت کالاهای خریداری شده تحت مرابحه را بر مبنای تعویق و به صورت اقساط قابل پرداخت در تاریخ‌های از قبل توافق شده می‌پردازد (مرحله ۴). هر قسط شامل عنصر هزینه (باز پرداخت دوباره بخشی از هزینه) و عنصر سهم سود ثابت است (بخشی از سود پرداخت کننده نرخ شناور در آن معامله می‌پردازد).

¹ Primary (Term) Murabaha

² Floating Rate Payment

³ Fixed Rate Payer

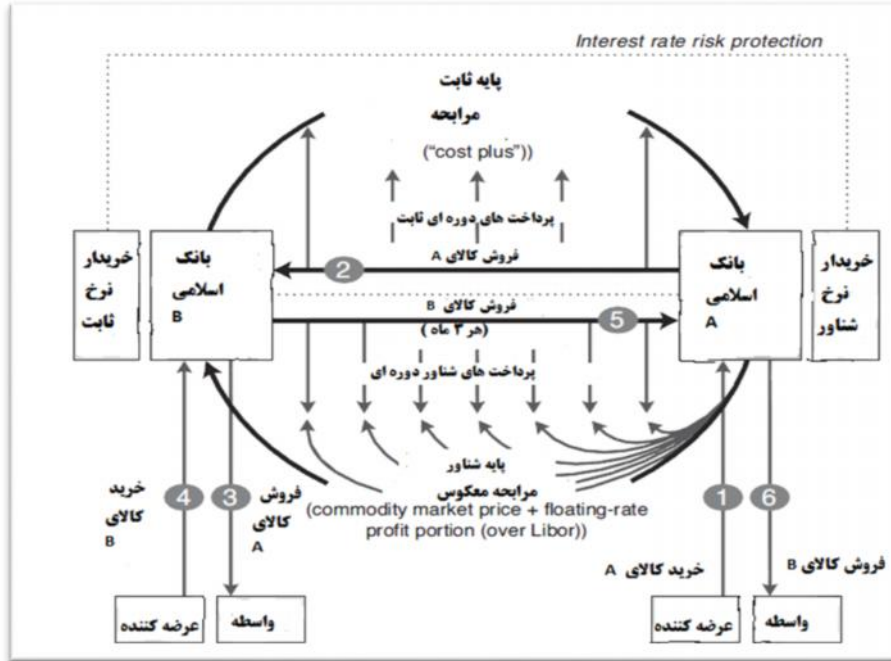
ب- قراردادهای مراحه معکوس ثانویه پیاپی^۱

توافقنامه‌ای که براساس آن خریدار (یا پرداخت‌کننده) نرخ شناور توافق می‌کند تا یک میزان متغیر قیمت (به عنوان مثال مرتبط با لایبور) را به خریدار (یا پرداخت‌کننده) نرخ ثابت در تاریخ‌های از قبل مشخص شده بپردازد به خاطر عدم اطمینان (غرر) مرتبط با یک چنین ساختاری، مورد قبول شریعت نیست. قراردادهای مراحه معکوس ثانویه پیاپی به ما کمک می‌کند تا این مشکل را حل کرده و هر پرداخت نرخ شناور را به خرید و فروش کالا ربط دهیم.

مراحه معکوس ثانویه اول در تاریخ ورود اولین قسط پرداخت‌کننده اولیه (مرحله ۵) شروع می‌شود. به این منظور خریدار (یا پرداخت‌کننده) نرخ ثابت فقط از بخشی از هزینه مربوط به بازپرداخت اولین قسط را به عنوان سرمایه برای خرید کالا از واسطه خود استفاده می‌کند. او بلافاصله کالا را به خریدار (یا پرداخت‌کننده) نرخ شناور می‌فروشد (مرحله ۶) و او هم بلافاصله کالا را به واسطه خود برای تأمین نقدینگی به فروش می‌رساند. پرداخت توسط خریدار (پرداخت‌کننده) نرخ شناور به صورت اقساط بوده و هر قسط شامل قیمت کالای خریداری شده تحت مراحه معکوس ثانویه به‌علاوه سود خریدار (پرداخت‌کننده) نرخ ثابت که بر اساس فرمول نرخ شناور (مثلاً اتصال به لایبور) محاسبه می‌شود، می‌باشد.

^۱ SSRMC: Sequential Secondary Reverse Murabaha

نمودار شماره ۶: سواپ اسلامی نرخ سود بر اساس مباحه



۶-۵- قرارداد استیجرا^۱

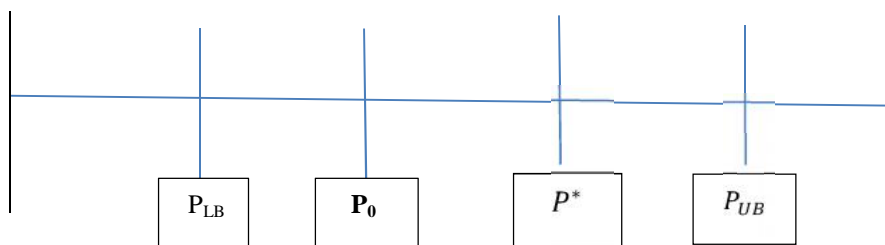
استیجرا از واژه "جر" گرفته شده است. به معنی بالا بردن و بلند کردن است و به اصطلاح به مفهوم خرید کالاها در مقادیر مختلف در طی زمان است. به عبارت دیگر قرارداد استیجرا قرارداد خرید و فروشی است که بر اساس آن کالای مورد نیاز، بخش به بخش در زمان به عرضه کننده تحویل داده می شود و هیچ قول و قبولی مورد نیاز نیست و در زمان تحویل قیمت تعیین می شود.

قرارداد استیجرا به تازگی در کشور پاکستان معرفی شده است. این قرارداد در درون خویش دارای یک نوع اختیار است که طرفین می توانند در مواقعی که قیمت دارایی از یک محدوده ای عبور کند، از آن استفاده کنند. این نوع قرارداد در واقع ترکیبی از اختیار، قیمت های متوسط و مباحه است. یک استیجرا نوعی به این صورت است که:

¹ Istijrar Contract

یک شرکت که نیازمند سرمایه در گردش کوتاه مدت است برای تأمین مالی خود به بانک مراجعه می کند. بانک کالای مورد نیاز وی را با قیمت (P_0) می خرد و آن را به شرکت با پرداخت معوق فرضاً ۳ ماهه می فروشد. قیمت کالا در ۳ ماه آینده نامشخص بوده و به صورت یک متغیر تصادفی است. برخلاف مباحثه که قیمت آن (P^*) از قبل مشخص است. یعنی $P^* = P_0 (1+r)$

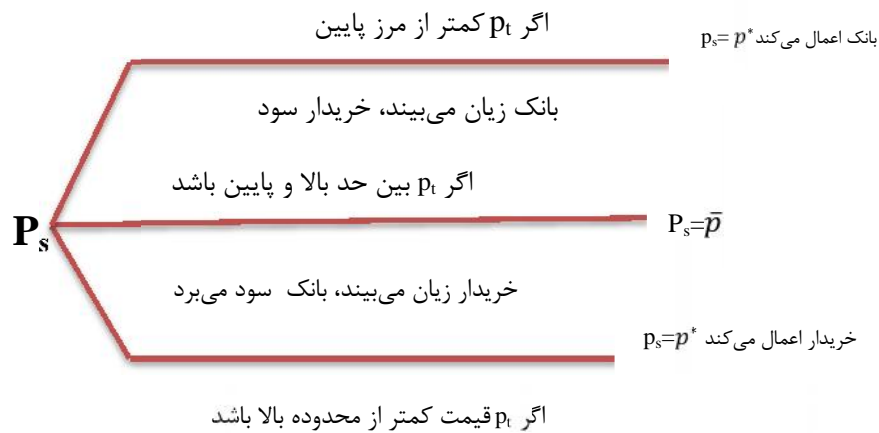
r نرخ بازده مورد نیاز بانک است. قیمت استیجرا در سررسید می تواند قیمت مباحثه (P^*) یا متوسط قیمت بین t_0 تا t_{90} باشد. اینکه کدام یک از این قیمت ها برای تسویه انتخاب می شود به نوسان های قیمت و این که کدام طرف قیمت سررسید ثابت را انتخاب می کند بستگی دارد. اختیار وارد شده در این الگو در واقع حق انتخاب ثابت کردن قیمت در زمان تسویه در سررسید است که می تواند قبل از سررسید نیز اتفاق بیفتد. در شروع قرارداد (t_0) هر دو طرف قیمت های زیر را می پذیرند: قیمت مباحثه (P^*) و قیمت بالاتر (P_{UB}) یا پایین تر (P_{LB}) از قیمت خرید کالا توسط بانک ها یعنی P_0 . برای درک بهتر، قیمت های بالا در نمودار زیر نشان داده شده است:



P_0 قیمتی است که بانک کالای زیربنا را خریداری می کند. P^* قیمت مباحثه است و برابر است با $P^* = P_0 (1+r)$ ، P_{LB} مرز پایین قیمت است. P_{UB} مرز بالای قیمت است. قیمت تسویه P_S در سررسید t_{90} برابر خواهد بود با:

الف- $P_S = \bar{p}$ قیمت تسویه همان قیمت نقد است چنانچه قیمت درون محدوده باشد
 ب- $P_S = P^*$ اگر دارایی زیربنا بالای مرزها قرار بگیرد و یکی از طرفین بخواهد از اختیار خویش استفاده و P^* را به عنوان قیمت تسویه برگزیند.

زمانی یکی از طرفین از اختیار خود استفاده و قیمت تسویه را در P^* تعیین کند که قیمت نقدی در طول قرارداد فراتر از مرزها باشد. به عنوان مثال اگر قیمت نقدی بیشتر از محدوده P_{UB} باشد خریدار نگران می‌شود. لیکن اینکه آیا از اختیارش استفاده می‌کند یا خیر، بستگی به پیش‌بینی وی از قیمت نقدی دارد. اگر فکر کند که بالای P^* می‌افتد وی از اختیار خویش برای تثبیت در P^* استفاده می‌کند. اگر قیمت زیر P_{LB} قرار بگیرد بانک از اختیار خویش برای تثبیت قیمت در قیمت مارج P^* استفاده می‌کند. پس قیمت تسویه به صورت زیر تعیین می‌شود:



p_s قیمت تسویه در سررسید، \bar{p} متوسط قیمت طی دوره، p_t قیمت نقدی،
 p^* قیمت مارج

۶-۶- محصولات ساختاریافته^۱

محصولات ساختار یافته یک نوع اوراق بهاداری است که دارای دو ویژگی ابزارهای با

^۱ Structured Products

درآمد ثابت و ویژگی یک محصول مشتق شده است. یکی از مهمترین ویژگی‌های محصولات ساختار یافته آن است که آنها در واقع اوراق بهاداری هستند که ابزار مشتقه در درون خویش دارند. تول و همکاران^۱ محصولات ساختاری را به عنوان ترکیبی از مشتقات و ابزارهایی مالی سنتی نظیر اوراق بهادار می‌دانند که در یک ابزار مالی منفرد جمع شده است. این ابزارها در پی آن هستند تا به نیازهای خاص سرمایه‌گذاران که توسط ابزارهای سنتی موجود برآورده نمی‌شوند پاسخ داده شود. به دلیل تداخل عناصر مشتقه در محصولات ساختاریافته، این محصولات به اوراق بهادار با مشتقات درونی^۲ معروف هستند. هدف اصلی آنها تخفیف یا انتقال ریسک، حمایت از اصل سرمایه در مقابل با ریسک‌های بازار و ایجاد سود بیشتر از متوسط برای دارندگان این اوراق است. به طور کلی انواع محصولات ساختار یافته را می‌توان به صورت زیر تقسیم کرد:

- اسناد متصل به سهام^۳
- اسناد متصل به اوراق قرضه^۴
- اسناد متصل به شاخص^۵
- اسناد متصل به پول^۶
- اسناد متصل به نرخ‌های بهره^۷
- اسناد متصل به کالا قرارداد کالا^۸
- اسناد متصل به اعتبار^۹

از نظر ضوابط شریعت اسلام، تمامی ابزارها و محصولات مالی می‌بایست عاری از ربا، غرر و قمار باشند. از این رو اسناد متصل به نرخ بهره، اسناد متصل به اوراق قرضه و اسناد

^۱ Tolle, S., et al (2008).

^۲ Derivative-Embedded Securities

^۳ Equity Linked Notes

^۴ Bond Linked Notes

^۵ Index Linked Notes

^۶ Currency Linked Notes

^۷ Interest Rate Linked Notes

^۸ Commodity(Contract) Linked Notes

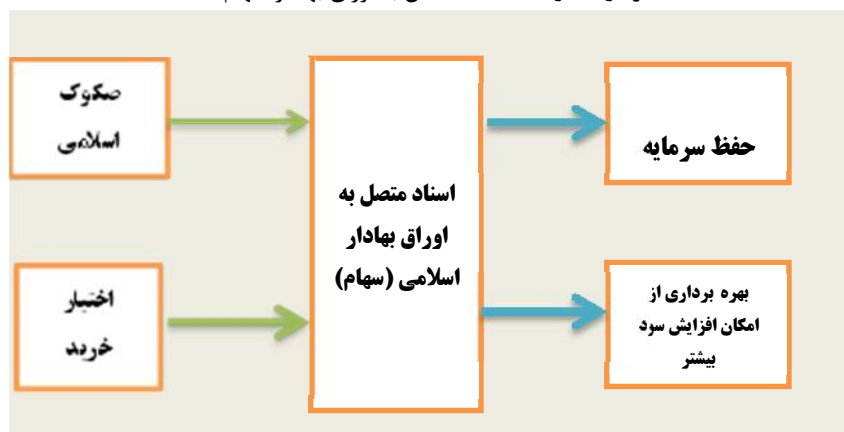
^۹ Credit Linked Notes

متصل به پول به خاطر وجود ربا در دارایی زیربنا نمی‌توانند مورد قبول اسلام قرار گیرند. اسناد متصل به سهام و شاخص ممکن است از نظر برخی ویژگی‌ها بتوانند برخی اشکالات شرعی را برطرف کنند. اسناد متصل به قراردادهای کالایی معمولاً با ضوابط اسلامی مطابقت دارند مشروط به اینکه هم کالا و هم قرارداد مورد استفاده در ابزارهای مشتقه با قوانین شرعی مطابقت داشته باشد.

۶-۶-۱- اسناد متصل به سهام

همانگونه که از نمودار ۷ روشن است یک سرمایه‌گذار، سرمایه خویش را در یک محصول متصل به سهام قرار می‌دهد. بانک رقم بالایی از سرمایه (فرضاً ۹۰ درصد) را در محصولات با درآمد ثابت شرعی (فرضاً صکوک) سرمایه‌گذاری می‌کند تا اصل سرمایه حفظ شود. باقیمانده (فرضاً ۱۰ درصد) دیگر را در اوراق سهام یا شاخص با ویژگی اختیار فروش با استفاده از قرارداد عربون سرمایه‌گذاری می‌کند. اختیار خرید این حق را (نه الزام) به سرمایه‌گذار می‌دهد که سرمایه‌گذار (بانک) بتواند سهام مبنا را وقتی که تغییرات قیمت به سود اوست خریداری کند. در نتیجه امکان بهره‌مندی از منافع ناشی از افزایش قیمت سهام در اینجا وجود دارد. چنانچه سرمایه‌گذاری سودمند نباشد فرض قیمت سهام کاهش یابد، وی حداکثر به میزان بیعانه ممکن است ضرر کند که با توجه به اینکه رقم ناچیزی از کل سرمایه است، این موضوع تأثیر زیادی بر اصل سرمایه سرمایه‌گذار نخواهد گذاشت.

نمودار شماره ۷: اسناد متصل به اوراق بهادار سهام

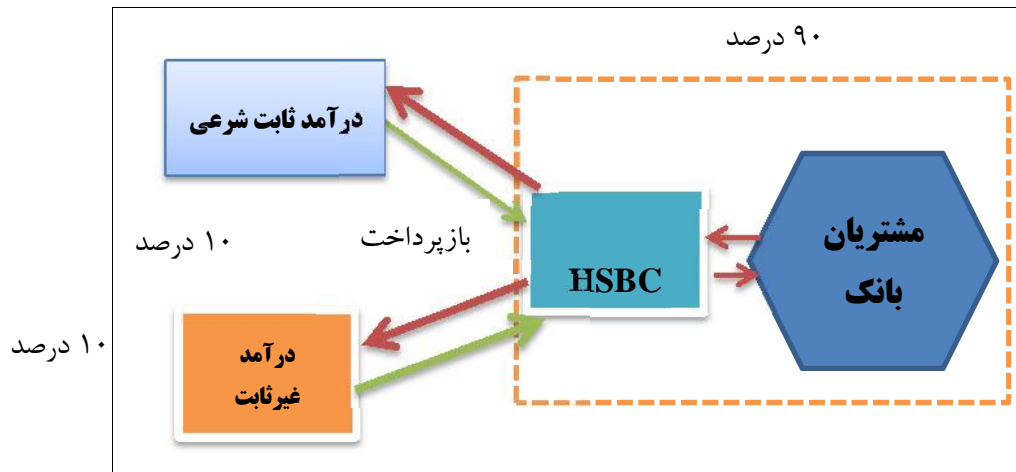


در ادامه می‌توان به نمونه‌هایی از محصولات و خدمات اسناد متصل به اوراق بهادار اشاره کرد:

الف - سرمایه‌گذاری ساختاریافته اسلامی متصل به سهام (امانه) بانک اچ‌اس‌بی^۱ همانگونه که از نمودار ۸ پیداست در این روش حدود ۹۰ درصد از وجوه سرمایه‌گذاری در قراردادهای درآمد ثابت و بقیه درآمدهای غیرثابت سرمایه‌گذاری می‌شود با این کار هم سرمایه اصلی حفظ می‌شود و هم امکان بهره‌مند شدن از شرایط مساعد افزایش قیمت سهام به وجود می‌آید.

^۱ HSB

نمودار شماره ۸: سرمایه‌گذاری ساختاریافته اسلامی متصل به سهام (امانه) اچ‌اس‌بی



ب- تجربه بانک سیمب مالزی^۱

در این زمینه سرمایه‌گذار سرمایه اصلی خویش را در بانک می‌گذارد بر اساس مضاربه مقایسه^۲ (مشارکت مشترک محدود شده^۳) با سهم سود ۹۹/۹ درصد سرمایه‌گذار و یک درصد بانک سپرده‌گذاری می‌کند. بانک سپس کل سرمایه اصلی را در ابزارهای شرعی با درآمد ثابت برای سررسید حداقل ۵ سال به کار می‌گیرد. این باعث می‌شود تا اصل سرمایه حفظ شود. بانک بقیه سرمایه را از طریق اختیار خرید در شاخص سهام آل استار^۴ که شامل ۲۰ شرکت بین‌المللی معروف و سودده^۵ است سرمایه‌گذاری می‌کند.

^۱ Commerce International Merchant Bank

^۲ Mudaraban muqayyadah

^۳ Restricted joint-venture

^۴ Islamic all-star index

^۵ Blue Chip

ج- تجربه شرکت بانکداری خارجی چین^۱ (ELSRI-i)

سرمایه‌گذار، سرمایه‌خویش را با بانک براساس وکالت فی الاستثمار (کارگزار سرمایه‌گذار) با یک درصد کمی حق‌الزحمه پرداخت می‌کند. سپس بانک بیشتر سرمایه را در اوراق بهادار اسلامی با سررسید ۳ ساله سرمایه‌گذاری می‌کند تا صد درصد سرمایه تضمین شود. بقیه سرمایه در معاملات خرید و فروش کالا در بورس فلزات لندن (۶ گروه کالایی مورد تأیید شریعت نظیر نفت و گاز...) سرمایه‌گذاری خواهد شد.

۶-۲-۱- اسناد اسلامی متصل به کالا

اسناد متصل به کالا سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که به عملکرد یک کالای خاص یا گروهی از کالاها در طول یک دوره زمانی خاص مرتبط هستند. در سررسید سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار اصل سرمایه را به همراه سود ناشی از تغییرات ارزش کالای زیر بنا را دریافت می‌کند.

الف- تجربه دوپچه بانک^۲

در سپتامبر ۲۰۰۶ بانک دوپچه اولین محصول متصل به کالاهای اسلامی حفظ سرمایه (۳ کالای نفت خام، آلومینیوم و پلوتونیوم) را منتشر کرد و آن را ابتدا به بانک تجاری ابوظبی^۴ و سپس به مشتریان فروخت. این بانک از ۳ عقد مرابحه، وکالت و سلم برای حفظ سرمایه استفاده می‌کند. این نوع محصول امکان بهره‌مندی سرمایه‌گذاران از افزایش قیمت این ۳ کالا را فراهم می‌آورد. استفاده از سبد ۳ کالایی امکان تنوع ریسک و کاهش نوسانات عایدی سرمایه‌گذاران را فراهم می‌کند.

^۱ Oversea-Chinese Banking Corporation

^۲ Equity-Linked Ringgit Structured

^۳ Deutsche Bank

^۴ Abu Dhabi Commercial Bank

ب- تجربه بانک اسلامی دویی (کلیپ)^۱

در سپتامبر ۲۰۰۶ بانک اسلامی دویی اسناد متصل به کالای پوشش فردی (کلیپ) را طراحی کرد. اسناد کلیپ به سبدهای از کالاهای طلا، نفت خام، مس، آلومینیوم و روی متصل است. اسناد کلیپ به سرمایه‌گذاران سود تضمین شده ۱۰ درصد در سال اول و ماکزیمم ۸ درصد در سال دوم و سوم با توجه به عملکرد این سبد کالاها پیشنهاد می‌کنند.

ج- تجربه بانک برهارد مالزی^۲

در اکتبر ۲۰۰۷ بانک برهارد مالزی^۳ یک محصول سپرده اسلامی ساختاریافته یا استراید آی^۴ که به دو کالای مس و گندم متصل است را معرفی کرد. استراید یک سپرده حفاظت شده شرعی با سررسید ۴ ساله و بر اساس عقد مرابحه و وعده است.

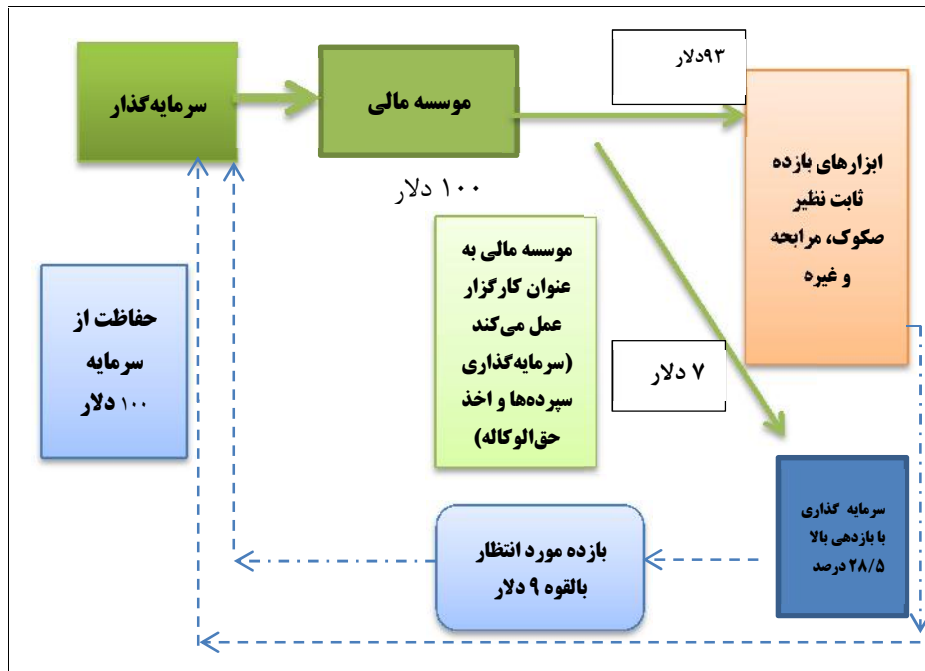
¹ Commodity Linked Individually Capped Performance(Clip) Notes

² Structured Islamic Deposit Products(STRIDE-I)

³ Malaysian Banking Berhad

⁴ Structured Islamic deposit products-i

نمودار شماره ۹: محصول سپرده اسلامی ساختاریافته یا استراید آی



جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

ریسک بخش جداناپذیر فعالیت‌های اقتصادی است. پیچیدگی و بی‌ثباتی بازارهای مالی و در نتیجه گسترش دامنه ریسک‌های بازار، نیاز به ابزارهای نوین مدیریت ریسک را دو چندان کرده است. ابزارهای مشتقه به عنوان یکی از ابزارهای نوین مدیریت ریسک با وجود جدید بودنشان مورد اقبال نیز واقع شده‌اند. این ابزارها چنانچه بخواهند مورد پذیرش شریعت اسلام قرار بگیرند می‌بایست عاری از مسائلی نظیر ربا، غرر، میسر، قمار و جهل باشند.

در این مقاله مبانی فکری و تجربه‌های عملی ابزارها و محصولات مدیریت ریسک بازار در حوزه مشتقات مالی اسلامی یعنی پیمان‌های آتی یا سلف، قراردادهای آینده، اختیارات و سوپ‌ها مورد تحلیل قرار گرفت. به طور خاص تجربه مؤسسات مالی اسلامی در زمینه طراحی ابزارها و محصولات مشتقه اسلامی نظیر سلف ارز، سوپ ارز، سوپ متقاطع ارزی، سوپ نرخ سود و محصولات مشتقه ساختاریافته و تفاوت‌های این محصولات با مشتقات مالی متداول ارائه شد.

برخلاف مالیه متعارف، مشتقات مالی اسلامی تنها برای مقاصد پوشش ریسک پذیرفته شده‌اند و نمی‌توان از آنها برای مقاصد سفته‌بازی، بازی‌های جمع صفر و شانسی که تبدیل به میسر و قمار می‌شود، استفاده کرد. اصولاً پوشش‌دهندگان ریسک در پی کاهش ریسک هستند در حالی که سفته‌بازان به استقبال ریسک به منظور کسب منفعت بیشتر هستند. این تفاوت در اهداف می‌تواند امکان بروز مشکلات مربوط به مشتقات مالی متعارف یعنی بحران‌های مالی و اقتصادی را در سیستم مالی اسلامی کاهش دهد.

در این مقاله همچنین بحث شد که گرچه اثرات اقتصادی مشتقات اسلامی شبیه محصولات مشابه در بازارهای مالی متداول است لیکن ساختار زیربنای این محصولات از نظر تطبیق با ضوابط شریعت اسلام با آن چه که متداول و مرسوم است متفاوت است. اشاره شد که الزاماً محصولات و ابزارهای مشتقه مورد استفاده در مؤسسات مالی اسلامی مورد پذیرش و تأیید همه فقها و مجامع فقهی اسلامی نیستند. بخش زیادی از دلایل این اختلافات فکری به ماهیت استفاده از ابزارهای مشتقه برمی‌گردد، زیرا شواهد نشان می‌دهد که اکثر قریب به اتفاق شرکت‌کنندگان در بازارهای مشتقه مرسوم با هدف سفته‌بازی و آربیتراژ وارد این بازارها می‌شوند و سهم پوشش‌دهندگان ریسک در بین آنها بسیار ناچیز است.

به طور خلاصه می‌توان نتیجه‌گیری کرد که گرچه استفاده از ابزارهای نوین مشتقه اسلامی در مؤسسات مالی اسلامی در حال افزایش است اما هنوز اختلاف نظرات فقهی به همراه سختی جداسازی مقاصد پوشش ریسک و سفته‌بازی در استفاده از این ابزارها، از جمله مهم‌ترین چالش‌های توسعه این ابزارها و محصولات نوین به شمار می‌روند که نیازمند تحقیق و تدبیر بیشتر در این زمینه است.

منابع و مأخذ:

- خمینی (ره)، روح الله الموسوی (۱۳۶۳)؛ *کتاب البیع*، قم، مؤسسه مطبوعاتی اسماعیلیان
- درخشان، مسعود (۱۳۸۳)؛ *مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت*، مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی
- رضایی مجید (۱۳۸۲)؛ بررسی فقهی ابزارهای مالی مشتقه، اقتصاد اسلامی، سال سوم، شماره ۳۵
- عصمت پاشا، عبیداله (۱۳۸۲)؛ فلسفه و سیر تکاملی ابزارهای مالی مشتقه و دیدگاه‌های فقهی، ترجمه علی صالح‌آبادی، فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی، شماره ۹
- جان‌هال، (۱۳۸۴)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، مترجمان: سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، شرکت کارگزاری مفید
- فطانت محمد و ابراهیم آق‌پور (۱۳۸۰)؛ اوراق اختیار معامله در بازار سرمایه ایران، تهران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی
- کمیجانی، اکبر و محمدتقی نظرپور (۱۳۸۷)؛ چگونگی کاربرد عقد استصناع در قانون عملیات بانکی بدون ربا، فصلنامه اقتصاد اسلامی سال هشتم، شماره ۳۰
- موسویان، سید عباس (۱۳۹۱)؛ بازار اسلامی سرمایه (۱)، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

انگلیسی:

Al-Suwailem, Sami. (2006); "*Hedging in Islamic Finance*," Islamic Development Bank: Occasional Paper No.10;

Al-Suwailem, Sami. (2007); *At-Tahawwuth fi al-Tamwil al-Islami*, Al-Bank Al-Islami Li At-Tanmiyah, Al-Ma'ahad Al-Islami Lil Buhuth Wa Tadrib, Jeddah.

Azim Omar.(2012); *Islamic Islamic Derivatives and Structured Products*, International Islamic university of Malaya, Ggarden knowledge And virtue

Bacha, Obiyathulla I. (2007); *Financial Derivatives: Markets and Applications in Malaysia*, 2nd ed. Malaysia: McGraw-Hill

Bacha, Obiyathullah Ismath, (1999); *Derivative Instruments and Islamic Finance: Some Thoughts For a Reconsideration*, International Journal of Islamic Services, Vol. 1, No. 1, April-June

Chace D. M. (2004);*an Introduction To Derivative And Risk Management (6th Edn* , USA: South- Western

Dusuki Asyraf Wajdi. (2009); *Shariah Parameters on Islamic Foreign Exchange Swap as Hedging Mechanism in Islamic Finance International Conference on Islamic Perspectives on Management and Finance*,University of Leicester; 2nd – 3rd July

Dusuki Asyraf Wajdi. (2012); *Principle and Application of Risk Management and Hedging Instruments In Islamic Finance*, International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance (ISRA), Kuala Lumpur, Malaysia

Dusuki Asyraf Wajdi and Shabnam Mokhtar.(2010);*The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions, ISRA Research Paper (No. 14)*, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance

Ghuddah Abdul Sattar Abu. (2007); *Buhuth Fi Al-Mu`amat wa Al-Asalib Al-Masrafiah Al-Islamiyyah*, Al-Juz al-Thamin, No.8, Majmuah Dallah Al-Barakah, Jeddah.

Global Islamic Finance Report (GIFR 2010); *Islamic Derivatives: Theory and Practice*

Gupta S. I. (2006); *Financial Derivative: Theory, Concept and Problems*. New Dehli: Prentice – Hall Of India Private Limited.

Hamoud, S. (1976); *The Development Of Banking Business Consistent With Islamic Shariah*. Amman: Maktabat Al – Aqsa

Injadat Enhab M., (2014); *Futures and Forward Contracts from Prespective of Islamic Law*, Journal of Economics and Political Economy, Volum 1

Iqbal, Munwar, and Llewellyn, David T. (2002); *Islamic Banking and Finance: New Perspectives on Profit Sharing and Risk*, USA: Edward Elgar Publishing, Inc.

Iqbal, Zamir, and Abbas Mirakhor. (2006); *An Introduction to Islamic Finance – Theory and Practice*. Wiley Finance Editions, John Wiley and Sons, Inc., Hoboken/NJ,

Jobst Andreas A and Juan Solé. (2012); *Operative Principles of Islamic Derivatives –Towards a Coherent Theory* ,IMF Working Paper International Monetary Fund WP/12/63

Jobst, Andreas A. (2007); *Derivatives in Islamic Finance, in: Salman, Ali (ed). Islamic Capital Markets—Products, Regulation and Development*. Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute (IRTI), Jeddah.

Jobst, Andreas A., and Juan Solé, (2009); *The Governance of Derivatives in Islamic Finance*, Journal of International Banking Law and Regulation, Vol. 24, No. 11

Kamali, M. H. (2007); Commodity Futures: *an Islamic Legal Analysis*, Thunderbird International Business Review, 49(3)

Kamali, Mohammad Hashim.(2001); *Islamic Commercial Law—An Analysis of Futures and Options*.Islamic Texts Society, Cambridge, UK, Chapter 10.

Kamali, Mohammad Hashim (1999);*Uncertainty and Risk-taking (Gharar) in Islamic Law*, Paper presented at the International Conference on Takaful/Islamic Insurance (July 2–3), Kuala Lumpur.

Khan, Muhammad Akram. (1991);*Commodity Exchange and Stock Exchange in an Islamic Economy*, In A. H. M. Sadeq and others (eds.) Development and Finance in Islam.Kuala Lumpur, Malaysia: International Islamic University Press

London School of Economics,(2009);*Basic Sharia Principles Governing Risk Management*, paper presented in Harvard-LSE Workshop on Risk Management. London School of Economics, February 26,

M. Kabir Hassan Michael Mahlknecht (2011); *Islamic Capital Markets Products and Strategies*, A John Wiley and Sons, Ltd., Publication

Marshall John F. and Kenneth R. Kapner. (1990),*Understanding Swap Finance: South-Western Publishing Co.*, Cincinnati, OH.

Obaidullah, Mohammed. (1998); *Financial Engineering with Islamic Options*, Islamic Economic Studies, Vol. 6, No. 1.

Sidney Yankson.(2011); *Derivatives in Islamic Finance: A Case for Profit rate Swaps*, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 7, issue 1

Swan, E. J. (2000); *Building Global Market: A 4000 Year History of Derivatives*. Kluwer Law International

Tolle, S., Hutter B., Ruthemann, P. and Wohlwend, h. (2008); *Structured products in wealth management* . Singapore: John Wiley and Sons.

Usmani, Maulana Taqi.(1996); *Futures, Options, Swaps and Equity Investments*, New Horizon, Institute of Islamic Banking and Insurance, No. 59 (June)

Usmani, Maulana Taqi (1999); *What Shari'ah Experts Say: Futures, Options and Swaps*, International Journal of Islamic Financial Services, Vol. 1, No. 1.

