

### چکیده

امروزه ثابت شده است که با به کارگیری ابزارهای نوین پولی و مالی می‌توان نوسانات بازار را مورد کنترل بیشتر قرار داد.

در این حال با به کارگیری این ابزارها، ریسک سرمایه‌گذاری در بازارهای پول و سرمایه کاهش یافته و تمایل افراد را به استفاده از این ابزارهای پولی و نیز سرمایه‌گذاری در خرید و فروش سهام افزایش یافته است. بازارهای معتبر سرمایه در دنیا، به خصوص در کشورهای آمریکا و کانادا در حال حاضر از ابزارهای متعددی برای توسعه بازار پولی و مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند و در این حال معامله‌گران حرفه‌ای با بهره‌گیری از ابزارهایی نظیر قراردادهای آتی (فیوچر) و اختیار معامله (آپشن)، به کنترل بیشتر و نظارت منطقی‌تری روی سرمایه‌گذاری‌ها دست می‌یابند.

به این ترتیب آگاهی و شناخت این‌گونه ابزارها و در نهایت تعریف و به کارگیری آن‌ها در بازار پول و سرمایه جمهوری اسلامی ایران، به‌ویژه در چارچوب نظام بانکداری اسلامی، به فعالان این بازارها، امکان کنترل بهتر بر عملیات مبادلاتی و سرمایه‌گذاری، و به دنبال آن آرامش خاطر بیشتر برای ورود و فعالیت در این بازارها را خواهد داد. حتی سرمایه‌گذاران صنعتی نیز می‌توانند برای حفظ سرمایه خود در برابر نوسانات ارزش پول و یا ارز، در خریدهای داخلی و خارجی خود که معمولاً به وسیله پول ملی و یا ارز خارجی صورت می‌گیرد از این ابزارها استفاده کنند.

در بانکداری اسلامی معمولاً فضای وسیعی برای پذیرش این ابزارها وجود دارد و تاکنون پژوهش‌های متفکرین مسلمان نشان داده است که نظام اقتصاد اسلامی ابزارهای نوین پولی و مالی را در صورتی که به رشد اقتصادی کمک کند، نفی نکرده است. در این حال لازم است در به کارگیری هر یک از این ابزارها با توجه به مقررات مربوطه و نیز ضوابط اسلامی به نحوی عمل نمود که در عین حال مخاطره اخلاقی (Moral hazard) نیز در حداقل قرار گیرد.

**کلمات کلیدی:** ابزارهای جدید مالی، پذیرش‌های بانکی، موافقت‌نامه باز خرید، ابزارهای مالی مشتقه، قراردادهای آتی، اختیار خرید، اختیار فروش، سهام مضاربه‌ای.

## ۱- مقدمه

به‌طور کلی کاراسازی بازارهای مالی، نیاز به ابزارهایی پویا و متناسب با تحول بازارهای داخلی و بین‌المللی دارد. چنانچه این ابزارها فراهم نباشد انجام پاره‌ای عملیات به‌سادگی و یا به‌هیچوجه مقدور نیست.

شکی نیست که با ایجاد بازار مالی مناسب می‌توان تا حدود زیادی مشکلات را برطرف کرد. ولی برای ایجاد بازار مناسب مالی به ابزارهای بهینه‌ای در این بازار نیاز داریم. ابزارهای مهم، ابزارهای سخت‌افزاری نیست بلکه این ابزارها نرم‌افزاری است.

بدیهی است ابتدا این ابزارها باید در چارچوب هنجارهای شرعی تعریف شوند و در عین حال لازم خواهد بود نحوه حسابداری، گزارشگری و اطلاع‌رسانی نرم‌افزارهای مالی مذکور در مرحله بعدی به‌نحوی قابل قبول طراحی شود. البته باید توجه داشت که این امر در انتهای فرآیندی قرار می‌گیرد که مراحل قبلی آن عبارتند از: وجود قوانین مناسب به‌منظور ایجاد زمینه مناسب برای استفاده از این ابزارها و دقت و نظارت بر اجرای این قوانین در تصمیم‌گیری‌ها.

مسئله دیگر وجود افراد آشنا با این ابزارهای مالی است که لازمه آن تدریس و آموزش و در عین حال وجود مدرسین کافی در دانشگاه‌ها می‌باشد و مهم‌تر از همه احساس نیاز به این ابزارها در جامعه اقتصادی است.

بررسی بسیاری از کشورها نشان می‌دهد که همواره بازارهای مالی پذیرای ابزارهای جدید است و حتی نرخ‌های معاملات در این بازارها روزانه اعلام می‌شود. معمولاً این بازارها برای مدت محدودی مثلاً چند ساعت باز می‌شود و طی این ساعات معاملات روزانه انجام و سپس بازار تعطیل می‌شود. ممکن است این معاملات تنها چند روز در هفته صورت پذیرد. لیکن این امر در کشور ما با مشکلات مختلفی مواجه است.

کالای ساخته شده پس از قیمت‌گذاری در بازار معامله می‌شود. با این حال در کشور ما از آن‌جا که تولیدات کشاورزی به‌ندرت شکل یکنواخت و استاندارد پیدا کرده تنها پس از رؤیت قابل قیمت‌گذاری است. محصولات صنعتی ما نیز به‌ندرت در حجم وسیع به‌طور استاندارد ساخته می‌شود تا بتوان قیمت آن را روزانه تعیین کرد.

در صورت امکان تهیه کالاهای استاندارد آنگاه ابزارهای مالی و به‌خصوص ابزارهای مالی جدید می‌توانند نقش مؤثرتری در توسعه تولید و تجارت ایفا نمایند.

البته یکی از مسائلی که بررسی آن از اهمیت خاصی برخوردار است توجه به آسیب‌هایی احتمالی است که قبل از به‌کارگیری این ابزارها باید مورد بررسی قرار گیرد.

در رابطه با توسعه مؤسسات و ابزارهای مالی، ملاحظه دیگری را نیز باید در نظر گرفت و آن این‌که، دیدگاه دولت در مورد مؤسسات و ابزارهای مالی که باید ایجاد و یا از بین بروند، می‌تواند نقش مؤثری بر توسعه ساختاری این مؤسسات و ابزارها داشته باشد و مسلماً دولت‌هایی که از نظر مالی در وضعیت مطلوبی قرار نداشته‌اند، همواره مشوق بانک‌های دولتی و ابزارهای غیرکارا بوده‌اند.

مهم‌ترین کارکرد یک نظام مالی، تسهیل جریان مالی و سوق دادن آن در جهت کاراترین نوع سرمایه‌گذاری است.

ابزار مالی به‌عنوان تسهیل‌کننده جریان مالی، به تولیدکنندگان فرصت می‌دهد تا منابع اقتصادی را با اتکاء به منابع پولی و مالی با سرعت و دقت بیشتری مورد جابه‌جایی قرار دهند. بدیهی است این عمل، هر چه شرایط رقابتی بیشتر فراهم و ابزار مالی مناسبی وجود داشته باشد، به تخصیص کارای منابع بیشتر کمک خواهد نمود. تخصیص کارای منابع از طریق ذخیره‌سازی ابزارهای مالی صورت می‌گیرد، به‌عبارت دیگر این ابزارها به واحدهای مصرف‌کننده امکان می‌دهد که مصرف را بدون کم شدن ارزش اسمی آن، تا دوره موردنظر به‌تعویق بیندازند. به این ترتیب با ذخیره‌سازی دارایی‌های مالی، و قدرت پیش‌بینی استفاده‌کنندگان از این منابع، تخصیص آن، در وضعیت مطلوب‌تری قرار خواهد گرفت.

دارایی‌های مالی به‌صورت سپرده‌های پس‌انداز، سپرده‌های مدت‌دار و اوراق قرضه یا اوراق مشارکت، در نظام مالی تشکیل می‌شود، ولی با توجه به این‌که دارایی‌های مالی برخلاف پول، می‌تواند دارای بازدهی معینی باشد، همواره جانشین قابل‌پذیرشی برای پول است.

یکی از تفاوت‌های سیستم بانکی و مؤسسات سرمایه‌گذاری، نوع ابزارهای مالی است که آن‌ها مورد استفاده قرار می‌دهند. اگر چه ممکن است هم بانک‌ها و هم مؤسسات سرمایه‌گذاری، به‌نحوی از همه ابزارهای مالی بهره‌برداری کنند ولی تقسیم کار اقتصادی ایجاد می‌کند که بانک‌ها بیشتر از ابزارهای مالی مبتنی بر نرخ سود قطعی بازار و مؤسسات سرمایه‌گذاری بیشتر از ابزارهای سهامی و یا مشارکتی استفاده نمایند.

در حال حاضر اغلب کشورهای در حال توسعه برای کاراسازی ساختار مالی خود کوشش می‌کنند. در واقع ایجاد ابزارهای نوین مالی در بانک‌های تجاری سپرده‌پذیر و پس‌انداز، شرکت‌های بیمه، بانک‌های سرمایه‌گذاری، بازارهای بورس و اوراق بهادار، تعاونی‌های اعتبار و سایر مؤسسات مالی و مرتبط نمودن آنها با جریان درآمد ملی و ذخیره ثروت کشور، می‌تواند نقش مهمی در کارایی سیستم مالی ایفا نماید.

ایجاد و کاراسازی ابزارهای مالی، عمدتاً در دو جهت مورد تأکید قرار می‌گیرد:

برنامه‌ریزی برای ارتقاء کارایی (Efficiency) در سیستم بانکی و مالی، به‌نحوی که از طریق توسعه ابزارهای مالی در این بازارها بتوان موانع توسعه ساختاری را شناسایی کرد و در عین حال، نوآوری‌های مالی را که توسط بخش دولتی و خصوصی صورت می‌گیرد مورد تشویق قرار داد. تقویت اثر بخشی (Effectiveness) سیاست‌های پولی و مالی بر جریان توسعه در یک نگرش کلان که باید از طریق توسعه اختیارات بانک مرکزی و تغییرات حقوقی و سازمانی صورت گیرد.

## ۲- مبانی نظری

در رابطه با نقش ابزارهای مالی و به‌ویژه ابزارهای مالی جدید تاکنون پژوهش‌های مفیدی انجام شده است.

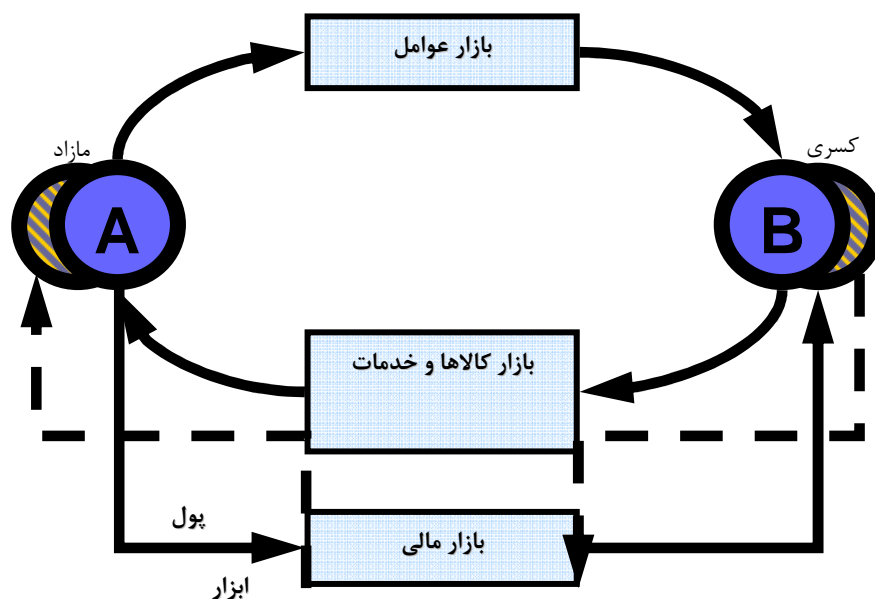
با توجه به تحقیقاتی که توسط "جنسن ۱۹۸۶" صورت گرفته است، معمولاً استفاده از ابزارهای مالی در سطح خرد، نوعی "فشار مالی" ناشی از تأمین مالی پروژه‌ها از طریق ابزارهای مالی ایجاد می‌نماید که در هر حال نقش مهمی در کاراسازی سازمان‌ها دارد. در حالی که طبق همین تحقیق، وجوه داخلی مازاد بر نیاز در صورت عدم وجود ابزارهای مالی مناسب، بنگاه را به سرمایه‌گذاری‌های بیش از نیاز و یا کمتر از نیاز وادار نموده و این مسأله، ناکارایی را در نظام تولید گسترش خواهد داد.

نتایج این تحقیق توسط "نیکل ۱۹۹۵" و "نیکولیتساس ۱۹۹۹" و نیز توسط "نیکل، نیکولیتساس و دریدن، ۱۹۹۸" نیز مورد تأیید قرار گرفته است.

به‌طور کلی این نتایج را می‌توان با توجه به نقشی که پول علاوه بر نقش سنتی خود دارد مورد تشریح و بررسی قرار داد.

پول در اقتصاد، علاوه بر نقش تسهیل‌کننده مبادله ارزش‌های اقتصادی و وسیله‌ای برای سنجش ارزش کالاها و خدمات، دارای وظیفه مهم‌تری نیز هست و آن امکان ذخیره‌سازی ارزش و نقشی است که تخصیص بهینه مخارج را در طول زمان برای مالک آن فراهم می‌سازد. به‌عبارت دیگر در صورتی که پول را به‌عنوان وسیله‌ای در نظر بگیریم که به واحدهای اقتصادی اجازه می‌دهد تا هزینه‌های خود را در طول زمان مورد انتخاب قرار دهند، در این صورت یک واحد اقتصادی قادر خواهد بود که بخشی از پول خود را ذخیره و در فضای زمانی مناسب‌تری خرج کند و در این صورت به تخصیص بهینه آن مبادرت ورزد.

نمودار ۱: بازار عوامل، بازار مالی و ابزار مالی



اگر نگاهی پویا به گردش پول داشته باشیم، همان‌گونه که در نمودار شماره ۱ مشاهده می‌شود، درآمد پولی برای واحد اقتصادی A در زمان  $t_1$  حاصل گردیده است، لیکن این درآمد ممکن است در زمان  $t_2, t_3, \dots$  و  $t_n$  خرج شود.

توجه به این نکته مهم است که مخارج در زمان‌های  $t_2, t_3, \dots$  و  $t_n$  در زمان  $t_1$  تحقق خارجی ندارد و به‌صورت ذخیره در اختیار واحد اقتصادی A قرار می‌گیرد تا واحد اقتصادی A در زمان‌های بعد از  $t_1$ ، آن را به‌تدریج خرج نماید. مسأله فوق باعث می‌شود که منابع پولی ذخیره شده، یا صرف خریدها و هزینه‌های غیرکارا شده و یا در حساب‌های دیداری و یا به‌صورت پول نقد بدون هیچ‌گونه بازدهی تا مرحله مناسب خرج به‌صورت راكد باقی بماند.

بنابراین یکی از دلایل تبدیل پول به ابزارهای مالی به‌جای ذخیره‌سازی پول، وجود ریسک و مخاطره‌ای است که با توجه به کاهش ارزش پول، معمولاً تا تبدیل پول به دارایی‌های فیزیکی و مالی، برای مالک آن مطرح می‌شود و همین امر موجب می‌گردد تا تولیدکنندگان نتوانند منابع لازم را برای توسعه و تکمیل ظرفیت تولیدی موردنظر خود فراهم سازند.

در هر حال ابزارهای مالی در عین حال که می‌تواند تا قبل از زمان  $t_i$  که واحد A نیاز به خرج کردن پول خود دارد با فروش ابزار مالی به واحد A پول وی را در اختیار واحد B قرار دهد، بنابراین تا زمان  $t_i$  واحد A در مقابل خرید ابزار مالی با از دست دادن موقت پول خود، سود معینی به دست می‌آورد، واحد B نیز با به‌کارگیری این پول سود مورد انتظار را به دست می‌آورد و واسطه مالی نیز با دریافت کارمزد و با حق‌الوکاله به ارزش افزوده و اشتغال کمک می‌کند. به‌طور کلی ابزارهای مالی را می‌توان به دو دسته، یعنی ابزارهای مالی اعتباری و ابزارهای مالی مشارکتی تقسیم نمود.

از طرف دیگر، ابزارهای مالی معمولاً زمانی که  $t_i$  کمتر از یکسال باشد و به‌عبارت دیگر سررسید آن کمتر از یکسال تنظیم شده باشد، در چهارچوب بازار پولی و در صورتی که  $t_i$  بیش‌تر از یکسال باشد و به‌عبارت دیگر سررسید آن بیش‌تر از یکسال باشد در چهارچوب بازار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ۳- آسیب‌شناسی ابزارهای جدید

در رابطه با آسیب‌شناسی ابزارهای جدید مالی ابتدا این ابزارها را در بازارهای پول و سرمایه بررسی نموده و سپس موانع و مشکلات به‌کارگیری این ابزارها را مورد بحث قرار خواهیم داد.

#### ۳-۱- آسیب‌شناسی ابزارهای مالی در بازار پولی

اولین نکته‌ای که در رابطه با قابلیت کاربری ابزارهای مالی در بازار پول اسلامی باید در نظر گرفت، در مرحله اول حذف مقررات زاید و در مرحله دوم شفاف‌سازی بازار از طریق برقراری نرخ‌های ثابت سود در چارچوب عقود اسلامی است.

امروزه با توجه به شرایط پیشرفته مبادلات جهانی بازارهای پولی، نهادهای دریافت‌کننده پول و به‌عبارت دیگر فروشندگان ابزارهای مالی عبارتند از:

- دولت
- بانک‌های تجاری
- شرکت‌های مالی
- شرکت‌های غیر مالی معتبر

در مقابل خریداران اصلی ابزار مالی بازار پول عبارتند از: بانک‌های تجاری، دولت، شرکت‌های غیرمالی بزرگ، مؤسسات مالی غیربانکی، بانک‌های خارجی و شرکت‌های غیربانکی و بانک مرکزی.

در این حال خانوارها، شرکت‌کنندگان مناسبی در بازار اوراق بهادار دولتی با ارزش اسمی نسبتاً بالا و عرضه‌کنندگان مستقیم و کم‌اهمیت وجوه برای ابزارهای دیگر بازار پول که با ارزش اسمی بالا منتشر می‌شود به‌شمار می‌روند. به‌طور کلی ابزارهای مالی بازار پول عبارتند از:

### ۱-۱-۳- اسناد خزانه

این نوع ابزار مالی، در واقع اسناد مالی کوتاه مدتی است که معمولاً دولت‌ها برای جبران کسری بودجه منتشر می‌سازند و سررسید این نوع از ابزارهای مالی با توجه به هدفی که دنبال می‌کند کم‌تر از یک‌سال است.

این ابزارها که به‌صورت تنزیل شده به‌فروش می‌رسد به خریدار این فرصت را می‌دهد که با توجه به تفاوت قیمت خرید و قیمت اسمی از سود حاصل از نگهداری این اسناد استفاده کند. با توجه به این که ضمانت بازپرداخت این ابزارها توسط دولت صورت می‌گیرد، از ریسک بسیار ناچیزی برخوردار بوده و می‌تواند منابع مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری را که در سطح بالایی قرار دارد جذب نماید.

به این ترتیب با توجه به مدت سررسید (d) و ارزش اسمی (P) این اسناد، می‌توان بازده سالانه آن را طبق رابطه زیر محاسبه کرد:

$$R = 365(100-P)/P.d$$

در صورتی که این ابزار مالی به‌صورتی طراحی شود که دارای نوعی بازده کوپنی (Rc) باشد و در عین حال بتوان آن را در بازار ثانویه نیز مورد معامله قرار داد، در این صورت می‌توان بازده دوره نگهداری این ابزار مالی یعنی (HPY)<sup>۱</sup> آن را به‌صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$HPY = (Rc + P2 - P1)/P1$$

در رابطه فوق P1, P2 به ترتیب قیمت فروش و قیمت خرید این اوراق بهادار است. از نظر آسیب‌شناسی اسلامی، در صورتی که مفاد این اسناد حاکی از بدهی ناشی از معاملات تجاری باشد، قابل خرید و فروش بوده و عیناً می‌توان نرخ ثابت بهره را در مورد آن اعمال نمود و این بهره از انواع بهره غیر ربوی تلقی می‌شود.

<sup>۱</sup> Holding Period Yield

این نوع ابزار مالی به‌عنوان اسناد شناخته شده خزانه‌داری برای تأمین مالی کسر بودجه‌های گذشته، کسر بودجه جاری و احتیاجات غیرمعمول دولت به کار می‌رود. از آن جاکه بودجه دولت معمولاً دارای کسری است، استقراض از بانک مرکزی تحقق می‌یابد. اغلب اسناد خزانه به‌منظور تأمین مالی وام‌های دائمی به کار می‌رود و در نتیجه حاکی از احتیاجات دراز مدت برای وجوه است.

### ۲-۱-۳- ابزارهای مالی تجاری

این ابزار مالی که تحت عنوان اوراق بهادار تجاری برای شرکت‌ها و مؤسساتی که در کوتاه‌مدت به نقدینگی بیشتری نیاز دارند به کار گرفته می‌شود، به‌وسیله ناشرانی با اعتبار بالا منتشر می‌شود. به‌طور کلی شرکت‌های مالی، شرکت‌های وابسته به بانک‌ها و شرکت‌های سهامی غیر مالی، انتشار دهندگان اصلی اوراق بهادار تجاری قلمداد می‌شوند. گاهی انتشار دهندگان این ابزار مالی، با توجه به تأمین مالی اوراق قبلی که سررسید شده است، اوراق جدیدی منتشر می‌کنند.

مؤسسات مالی و شرکت‌ها، وجوه را به‌منظور وام دادن آن‌ها به‌بنگاه‌های اقتصادی و خانوارها از طریق فروش ابزارهای مالی، دریافت می‌کنند. از آن جاکه اکثر این منابع نسبتاً کوتاه‌مدت هستند شرکت‌های مالی برای اطمینان یافتن از این‌که هزینه‌های بهره با تغییر سود دریافتی از طریق وام‌ها تغییر کند، به میزان زیادی، در بازار کوتاه‌مدت، وام دریافت می‌کنند. بنابراین قسمت عمده اوراق بهادار تجاری که به‌وسیله این شرکت‌ها منتشر می‌شود نشانگر یک نیاز مستمر است. چون تغییرات فصلی و دوره‌ای زیادی در تقاضا برای وام وجود دارد، همچنین حجم اوراق بهادار تجاری که در هر سال توسط شرکت‌های مالی منتشر می‌شود، بسته به سال و دوره تجاری متفاوت است.

شرکت‌های مالی در کشورهای پیشرفته از وام‌گیرندگان دائمی بازار اوراق بهادار تجاری هستند و در حدود  $\frac{1}{3}$  (یک سوم) بدهی‌های آنان را اوراق بهادار تجاری تشکیل می‌دهد. بنابراین، شرکت‌های مالی برای برطرف ساختن احتیاجات دائمی، فصلی و دوره‌ای خود از اوراق بهادار تجاری استفاده می‌کنند. مجتمع‌های بانکی نیز از وضعیت مشابهی برخوردارند. این شرکت‌ها به وجوه زیادی برای تأمین مالی فعالیت‌های واحدهای استیجاری، واحدهای تأمین مصرف‌کننده و بانک‌های رهنی، احتیاج دارند. شرکت‌های غیر مالی معمولاً از اوراق بهادار تجاری تنها برای احتیاجات کوتاه‌مدت، تأمین مالی تغییرات دوره‌ای و فصلی استفاده می‌کنند (دیولیو، حشمتی، ۱۳۷۴).



وام‌گیرنده علاوه بر هزینه تنزیلی بهره، هزینه‌های دیگری را نیز متحمل می‌شود، این هزینه‌ها عبارتند از: هزینه نگهداری یک سقف اعتباری با بانک‌های تجاری، هزینه چاپ و انتشار اوراق بهادار و هزینه پرداخت شده به بنگاه‌های نرخ‌گذار جهت نرخ‌گذاری اوراق بهادار. شرکت‌های غیر مالی معمولاً از بازار پول برای تأمین مالی موقتی استفاده می‌کنند. یعنی نیازهای سرمایه‌ای دوره‌ای و یا فصلی را که در اثر تغییر شرایط تجاری پدید می‌آید از این طریق مرتفع می‌سازند. این شرکت‌ها جز در موارد استثنایی بر روی اوراق بهادار تجاری برای تأمین مالی جهت دارایی‌های دائمی تکیه نمی‌کنند، زیرا ممکن است بازار ظرفیت انتشار مجدد این اوراق را نداشته باشد. این ابزارها نیز در صورتی که مفاد آن حاکی از بدهی تجاری باشد بدون اشکال تلقی شده است.

یکی از موانع و مشکلات به‌کارگیری این نوع ابزار مالی سوءاستفاده‌ای است که در صورت صوری بودن این اسناد چه از نظر شرعی و چه از نظر سیاست‌گذاری ممکن است به‌عمل آید و مسئولین پولی و مالی را با ابهام مواجه کند.

### ۳-۱-۳- اسناد سپرده انتقال‌پذیر (NCD)<sup>۱</sup>

یکی از ابزارهای مالی در فضای مالی امروز جهان، اسناد سپرده انتقال‌پذیر (NCD)، یا سپرده‌های مدت‌داری هستند که می‌توانند در یک بازار ثانویه فروخته شوند. ابتدا در سال ۱۹۶۱ اسناد سپرده انتقال‌پذیر طراحی و مورد عمل قرار گرفت و تاکنون با موفقیت روز افزونی در کشورهایی که دارای نظام‌های پیشرفته مالی هستند، توسعه داشته است "دیولیو، حشمتی، ۱۳۷۴".

به‌طور کلی در انتشار NCD ها بانک‌های تجاری جایگاهی چون شرکت‌های مالی دارند: وام‌های آن‌ها کوتاه است و به‌همین جهت وام‌های کوتاه‌مدت نیز می‌گیرند. هماهنگی میان سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها احتمال این که مؤسسات مالی سودی بیشتر از آن‌چه از وام‌دادن دریافت می‌کنند، بابت وام گرفتن بپردازند، را کاهش می‌دهد.

در طول زمان نرخ‌های بازار پول به‌طور مشهودی با یکدیگر تغییر می‌کنند و دلیل آن قابلیت جایگزینی ابزارهای مالی است. این مسأله به‌خصوص در مورد اوراق بهادار تجاری و NCD ها صادق است. چراکه مخاطره عدم پرداخت این ابزارها بسیار مشابه است. بازدهی اسناد خزانه‌داری در هماهنگی کامل با بازدهی اوراق بهادار بازرگانی و NCD نیست. این اسناد

<sup>۱</sup> Negotiable Certificate of Deposit.

مخاطره عدم پرداخت ندارند و معمولاً از مالیات دولتی معاف هستند. با توجه به این که جایزه مخاطره عدم پرداخت و NCD و اوراق بهادار بازرگانی ممکن است در طی یک نوسان اقتصادی افزایش یابد، تفاوت بازده میان اسناد خزانه‌داری و اوراق بهادار و NCD ها نیز ممکن است در طی دوران رکود زیاد شود. تفاوت فوق همچنین ممکن است تحت تأثیر سودی که معافیت از مالیات دولتی و عوارض برای سرمایه‌گذاران در رابطه با اسناد خزانه‌داری به همراه می‌آورد، قرار بگیرد. بررسی خریداران نشان می‌دهد که شرکت‌های غیر مالی عمده‌ترین خریداران NCD شمرده می‌شوند. در نتیجه، سررسید NCD ها براساس سررسید ترجیحی شرکت‌های پیش‌گفته مشخص می‌شود، چراکه این شرکت‌ها فقط برای دوره‌های کوتاه‌مدت و جوه اضافی در اختیار دارند. نرخ بازار ثانویه و نرخ اعلام شده (نرخ‌های بانکی برای NCD جدید معین می‌کنند)، نرخ‌های NCD را تشکیل می‌دهند. نرخ اعلام شده معمولاً از نرخ تعیین شده بازار ثانویه پایین‌تر است. با این حال، بانک‌ها نرخ‌های بالاتر از نرخ اعلام شده را به بعضی از مشتریان ترجیحی پرداخت می‌کنند. نرخ اعلام شده بسته به نیاز بانک‌ها به جوه، میان بانک‌های مختلف، متفاوت است. مخاطره عدم پرداخت و معامله‌پذیری نرخ‌های NCD برای بانک‌های کوچک از اهمیت بیشتری برخوردار است تا بانک‌های بزرگ، زیرا بانک‌های کوچک بیشتر در معرض احتمال عدم پرداخت قرار دارند. ضمناً نرخ‌های NCD منتشر شده توسط بانک‌های کوچک‌تر بیشتر است زیرا بازار ثانویه NCD در آن‌ها ضعیف‌تر است (دیولبو، حشمتی، ۱۳۷۴).

در بانکداری اسلامی، می‌توان امیدوار بود که به تدریج بانک‌ها و مؤسسات اعتباری سپرده‌هایی را که به منزله خرید یا پیش‌پرداخت خرید اموال واقعی حاصل می‌شود، از این طریق جذب کنند. امروزه در کشورهای دارای نظام مالی پیشرفته معمولاً حجم NCD از حجم اسناد تجاری بیشتر است. بنابراین می‌توان انتظار داشت در صورت مراعات ضوابط شرعی بتوان از این ابزار ملی نیز در تعمیق سیاست‌های مالی بهره جست.

### ۳-۱-۴- پذیرش‌های بانکی<sup>۱</sup>

پذیرش‌های بانکی به‌طور کلی تحت‌عنوان گواهی پذیرش بانکی نیز مورد اطلاق قرار می‌گیرند و معمولاً در عملیات خارجی بانک‌ها کاربرد دارند.

<sup>1</sup> Bank Acceptance

ابزارهای مالی در قالب این پذیرش‌ها، حواله‌های مدت‌دار (برات) است که به‌وسیله بانک منتشر شده و بانک تعهد می‌کند که در سررسیدی معین که معمولاً رایج‌ترین آن ۹۰ روزه است، مبلغ آن را پرداخت نماید.

با توجه به ضمانت آن، این ابزار مالی توسط بانک‌ها از ریسک ناچیزی برخوردار بوده و قابل خرید و فروش در بازار دست دوم می‌باشد.

امروزه این ابزارهای مالی که توسط بانک تضمین می‌شود تحت عنوان "اعتبارنامه" (LC)<sup>۱</sup> مصطلح گردیده است.

اعتبارنامه غالباً در بازرگانی بین‌المللی استفاده می‌شود. بانک از طریق اعتبارنامه تضمین می‌کند که واردکننده بهای کالای صادر شده را می‌پردازد. از طریق اعتبارنامه بانک ارزش اعتباری خود را جایگزین ارزش اعتباری واردکننده می‌کند.

همچون پذیرش بانکی، اعتبارنامه نیز نوعی ضمانت پرداخت است، اما، همراه پذیرش بانکی، امضای بانک نیز وجود دارد که موجب می‌شود این سند معامله‌پذیر و قابل فروش باشد. بنابراین پذیرش بانکی این اجازه را به صادرکننده می‌دهد که از طریق فروش آن بلافاصله وجوهی را دریافت کند، در حالی که اعتبارنامه چنین امکانی را برای واردکننده فراهم نمی‌سازد. بنابراین اگر فقط یک اعتبارنامه ارسال شود، صادرکننده کالا می‌باید ۶۰ تا ۹۰ روز برای دریافت وجه صبر کند.

ابزارهای مالی در چارچوب این اسناد نیز در بانکداری اسلامی می‌تواند قابل خرید و فروش در بازار ثانویه باشد زیرا همان‌گونه که گفتیم، تنزیل اسنادی که مفاد آن حاکی از بدهی ناشی از معاملات تجاری است در شریعت اسلامی پذیرفته شده است.

### ۵-۱-۳- موافقت‌نامه‌های بازخرید (RP)<sup>۲</sup>

یکی دیگر از ابزارهای مالی در کشورهای توسعه یافته، موافقت‌نامه باز خرید است، فرآیند مبتنی بر موافقت‌نامه باز خرید (RP)، فروش یک ابزار مالی است که بازخرید آن در تاریخی معین و نیز قیمتی معین تضمین گردیده است.

موافقت‌نامه‌های باز خرید که به‌عنوان ابزاری نوآورانه در سال‌های اخیر مورد استفاده قرار گرفته یکی از اساسی‌ترین منابع تأمین نقدینگی در بخش تجاری تلقی شده است.

<sup>۱</sup> Letter of Credit

<sup>۲</sup> Repurchase Agreements

طبق این فرآیند مالک ابزار مالی، وجوهی را بدون فروش ابزار در بازار آزاد که سرمایه‌گذار را در معرض مخاطره نرخ بهره قرار می‌دهد، به دست می‌آورد.

به‌طور کلی در یک توافق بازخرید، مالک اعتبار اسنادی، برای مثال، دولت (وام‌گیرنده)، اسناد را به فروش می‌رساند و با تعهد این‌که آن‌ها را در یک تاریخ معین و با قیمتی معین بازخرید کند. وام‌دهنده، در واقع، وامی تضمین شده در اختیار دارد. اگر وام‌گیرنده نتواند وام خود را بازپرداخت کند (اسناد اعتباری را بازخرید نماید) وام‌دهنده می‌تواند این اسناد را به فروش رسانده وجوه خود را دریافت کند.

زمانی که یک شرکت غیرمالی به مدت ۱ روز و یا یک هفته وجوه اضافی داشته باشد خرید یک RP یک روزه و یک سند خزانه یک روزه و یا در حالت دوم، خرید یک RP هفت روزه و یا سند هفت روزه هر دو را، می‌تواند انتخاب کند. اما این احتمال وجود دارد که شرکت فوق نتواند اسناد خزانه هماهنگ با مدت زمان نگهداری وجوه اضافه (یک روز و یا هفت روز) را فراهم کند و اگر بخواهد سندی خریداری کند که سررسید آن بیشتر از زمان در دست داشتن وجوه اضافی باشد، خود را در معرض مخاطره نرخ بهره قرار داده است. بنابراین برای کارا بودن اقدامی که انجام می‌دهد و همچنین برای فرار از مخاطره، شرکت غیرمالی صلاح می‌بیند که در دوره‌ای که وجوه اضافی دارد، RP خریداری کند.

موافقت‌نامه‌های بازخرید در صورتی که مفاد آن حاکی از معاملات تجاری باشد از نظر شرعی بلامانع است و می‌توان در چهارچوب "بیع شرط" در بانکداری اسلامی از آن استفاده نمود.

موافقت‌نامه‌های بازخرید را می‌توان به صورت معکوس<sup>۱</sup> نیز مورد عمل قرار داد به طوری که به جای فروش یک ابزار، خرید آن براساس تضمین فروش در تاریخ و قیمت معینی صورت گیرد.

مشکل اصلی این ابزارهای مالی زمانی بروز می‌کند که مفاد آن به صورت صوری تنظیم شده باشد، در غیر این حالت می‌توان از این ابزار در تسهیل مبادلات استفاده کرد.

### ۶-۱-۳- موافقت‌نامه‌های کیفی

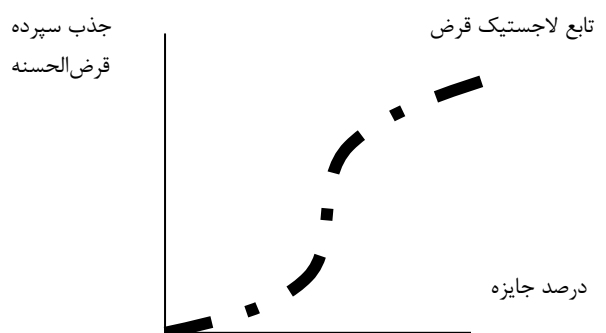
اگرچه تاکنون این ابزار مالی به کار گرفته نشده است لیکن در بانکداری اسلامی علاوه بر امکان استفاده از ابزارهای معمول در بانکداری نوین، می‌توان از ابزارهای کوتاه‌مدت کیفی، نوآورانه و بدیعی نیز استفاده کرد. یعنی به جای پرداخت تضمین نرخ سود یا بهره غیر ربوی،

<sup>۱</sup> Reverse RP

سیستم بانکی براساس اعطاء نوعی بازدهی کیفی که فراوانی آن، صفر (۰) یا یک (۱) می‌باشد، سپرده‌های قرض‌الحسنه را جذب نماید.

طبق مشاهدات آماری که توسط نویسنده صورت گرفته است، این ابزار مالی که جذب سپرده‌ها را براساس تأمین اجر آخری و جوایز محتمل، تأمین می‌کند براساس نوعی تابع لاجستیک<sup>۱</sup>، در کوتاه‌مدت و به‌خصوص در بازار پولی نقش بسیار کارا و در خور توجه در توسعه نوآوری ابزارهای مالی داشته است.

نمودار ۲: تابع لاجستیک سپرده‌های قرض‌الحسنه



در حال حاضر با توجه به این‌که زمینه‌های ایجاد این ابزار مالی، در جمهوری اسلامی ایران و پس از تصویب قانون بانکداری بدون ربا (بهره) برای اولین بار در سیستم بانکی مطرح و مورد اجرا قرار گرفته، با توجه به‌امکان موفقیت اجرایی آن، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های علمی برای توسعه بیشتر این ابزار مالی صورت پذیرد. توسعه این ابزار مالی با موانع خاصی روبرو نبوده و می‌تواند در جامعه اسلامی زمینه‌های مساعدی نیز داشته باشد.

## ۲-۳- آسیب‌شناسی ابزارهای مالی در بازار سرمایه

ابزارهای مالی جدید در بازار سرمایه می‌تواند نقش مطلوبی در تسهیل مبادلات و تخصیص منابع داشته باشد. اگرچه بین متفکرین اقتصاد و بانکداری اسلامی در رابطه با ابزارهای مالی

<sup>۱</sup> Logistic curve

به‌خصوص ابزارهایی که امکان سفته‌بازی را فراهم می‌سازد، وحدت نظر وجود ندارد، لیکن با توجه به‌نظریه نهایی مراجع فقهی نمی‌توان این نوع ابزارهای مالی را در صورتی که قواعد اصولی معاملات در آن‌ها رعایت شود، نفی نمود.

ابزارهای مالی در چارچوب بازار سرمایه، علاوه بر پوشش ریسک. در صورتی که امکان بروز و توسعه پیدا کند، قادر است براساس وجود بازارهای رقابتی، تخصیص منابع را به‌صورت بهینه فراهم سازد.

اگرچه این ابزارها در اقتصاد اسلامی، طبقه‌بندی خاص خود را دارد، لیکن با توجه به عملکرد این ابزارها در نظام مالی جهان، و با توجه به گرایش معامله‌گران می‌تواند مطرح گردد. ابزارهای مالی در اقتصاد اسلامی را می‌توان به‌چهار دسته: ابزارهای بدهی<sup>۱</sup>، ابزارهای مشارکتی<sup>۲</sup>، ابزارهای مشتقه<sup>۳</sup>، و ابزارهای کیفی<sup>۴</sup> تقسیم کرد، در این حال براساس ابزارهای بدهی، گیرنده وجوه متعهد می‌شود که بازپرداخت اصل و بازده متعلقه را طبق قرارداد پرداخت نماید، درحالی که طبق ابزارهای مشارکتی، ضمانتی بر بازپرداخت وجوه، وجود ندارد و دارنده ابزار مالی سهمی از مالکیت بنگاه را در اختیار گرفته و در منافع حاصله سهیم است.

درحال حاضر این ابزارها تا حدود زیادی در یکدیگر ادغام شده و روش‌های متنوعی از ابزارهای مالی نوین را که عمده‌ترین شکل آن به‌صورت ابزارهای مشتقه و یا نوعی ابزارهای کیفی می‌باشد به‌وجود آورده است. این ابزارها به‌ترتیب زیر مورد بررسی قرار می‌دهیم:

### ۱-۲-۳- ابزارهای مالی بدهی

معمولاً رایج‌ترین نوع از ابزارهای بدهی اوراق قرضه است که در شکل‌های مختلفی می‌تواند مورد بحث قرار گیرد. معروف‌ترین موارد آن به‌شرح زیر است:

۱-۲-۳-۱- اوراق قرضه دولتی Government Bonds

۱-۲-۳-۲- اوراق قرضه رهنی Mortgage Bonds

۱-۲-۳-۳- اوراق قرضه شرکت‌ها Corporate Bonds

۱-۲-۳-۴- اوراق قرضه قابل تبدیل Convertible Bonds

<sup>1</sup> Debt Based

<sup>2</sup> Equity Based

<sup>3</sup> Derivative Based

<sup>4</sup> Qualitative Based Instruments

به‌طور کلی می‌توان گفت، اوراق قرضه دولتی، مشتمل بر اسنادی است که بدهی دولت و در سایر اوراق قرضه بدهی شرکت‌ها و خانوارها را تشکیل می‌دهد و معمولاً خریداران این اوراق، بانک مرکزی، شرکت‌ها و بانک‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و خانوارها هستند. این ابزار مالی یعنی اوراق قرضه دولتی، به‌منظور تأمین مالی کسری بودجه دولت و اوراق قرضه رهنی (به‌صورت وام به‌خانوارها و شرکت‌ها) به‌منظور خرید مسکن یا مستغلات و ماشین‌آلات، و اوراق قرضه شرکت‌ها، بدهی شرکت‌های بزرگ و معتبر را تشکیل می‌دهد. در صورتی که امکان تبدیل اوراق قرضه به‌سهام یک شرکت طبق قرارداد فراهم شده باشد، این اوراق را قرضه قابل تبدیل می‌نامند (میرمطهری ۱۳۸۰).

در هر حال می‌توان گفت که این‌گونه بدهی‌ها در صورتی که مبتنی بر معاملات تجاری تحقق یافته باشد دارای مشکل شرعی نیست زیرا در فقه اسلامی خرید و فروش بدهی یا «بیع‌الدین» مانع شرعی ندارد و حتی در صورتی که بدهی در رابطه با سرمایه‌گذاری‌های آتی ایجاد شود، این امر از طریق قراردادهای دیگری مثل جعاله، و یا گواهی استصناع (الزرقا، ۱۳۸۰ش)، امکان‌پذیر به‌نظر می‌رسد. البته باید توجه داشت که مثل هرگونه عملیات بانکی دیگر، استفاده از این ابزار نیز باید به‌تدریج و با نظارت دقیق سیستم بانکی صورت پذیرد.

### ۳-۲-۲- ابزارهای مالی مشارکتی

به‌طور کلی ابزارهای مالی مشارکتی به واحدهای اقتصادی امکان می‌دهد که به‌میزان سهمی که خریداری کرده‌اند، در شرکت منتشرکننده سهام، از مالکیت و حق رأی برخوردار باشند. بنابراین می‌توان این ابزارهای مالی را طبق روش‌های زیر مورد بررسی قرار داد:

#### ۳-۲-۲-۱- سهام عادی

در واقع سهام عادی نوعی ابزار مشارکتی است که با توجه به تحقق مالکیت خریدار آن، امکان مبادله مستقیم آن با وجه نقد وجود ندارد و معمولاً دارندگان سهام با فروش آن در بازار ثانویه می‌توانند مبلغی بیشتر یا کم‌تر از مبلغ اسمی سهام تحصیل نمایند. مقایسه این ابزار مالی نشان می‌دهد که مزیت سهام عادی نسبت به سایر ابزارهای مالی، افزایش قیمت آن علاوه بر سود یا سهام جایزه‌ای است که معمولاً سالانه به آن تعلق می‌گیرد. بنابراین با توجه به این‌که قیمت جاری یک سهم به‌عنوان شاخص از عملکرد اقتصادی یک شرکت می‌باشد، بنابراین معمولاً افزایش قیمت جاری یک سهم نشان‌گر عملکرد خوب شرکت و

تقاضای بیشتر برای سهم خواهد بود و به این ترتیب قیمت بازاری سهام می‌تواند نقش مفیدی را در هدایت منابع پس‌انداز خانوارها و شرکت‌ها به‌طرف کارترین فعالیت اقتصادی داشته باشد. در هر حال این نوع ابزارها، بدون هیچ‌گونه مانع شرعی در حال حاضر مورد تأیید مراجع شرعی است و نقش مهمی در تأمین منابع سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی داشته است. از نظر آسیب‌شناسی، مشکل اصلی در سهام عادی نوسانات سفته‌بازانه‌ای است که تا حدود زیادی ممکن است مشروعیت نهایی این نوع سهام را زیر سؤال ببرد. در این صورت مدیریت بورس در یک کشور اسلامی در عین حال عوامل اخلاص‌کننده در جریان این روش مطلوب تأمین مالی اسلامی را نباید نادیده گرفته و در مقابله با آن باید روش‌های مناسبی اتخاذ نماید.

#### ۲-۲-۳- سهام مضاربه‌ای و سهام سرمایه‌ای

طبق برخی پژوهش‌ها، امروزه نوعی ابزار مالی که به‌صورت اوراق مشارکت در سود و اوراق مشارکت در اضافه ارزش سرمایه در جهان پیشرفته مالی مطرح است، بخش مهمی از منابع شرکت‌های تجاری و تولیدی را به‌خود اختصاص داده است.

در صورتی که این‌گونه سهام را تحت عنوان سهام مضاربه‌ای و سهام سرمایه‌ای نامگذاری کنیم می‌توان گفت که سهام نوع اول به آن دسته از سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که نیاز به درآمد جاری دارند و حاضر به پذیرش مخاطره در رابطه با اصل سرمایه خود نیستند و سهام نوع دوم در اختیار سرمایه‌گذارانی قرار می‌گیرد که بیشتر مایل به افزایش ارزش سرمایه خود هستند.

توجه به این نوع از ابزار مالی نشان می‌دهد که طبق اساسنامه شرکت فروشنده ممکن است در طول دوره سرمایه‌گذاری که می‌تواند مثلاً ۵ یا ۷ سال باشد، سود سهام بدون محاسبه ارزش اضافه سرمایه در اختیار گروه اول قرار گیرد و نهایتاً در پایان دوره کل ارزش سهام پس از کسر ارزش اسمی سهام نوع اول، در اختیار دارندگان سهام نوع دوم قرار گیرد (جهانخانی ۱۳۷۳).

به‌همین علت این نوع سهام بیشتر در شرکت‌هایی که هدف سرمایه‌گذاری را دنبال می‌کنند قابل ملاحظه است و با توجه به این که سهام‌داران نیز در توافق اولیه این نوع تقسیم سود را پذیرفته‌اند به‌نظر نمی‌رسد با مشکل شرعی مواجه باشد.

در هر حال این نوع ابزارهای مالی با توجه به این که ریسک سرمایه‌گذاری در نوع دوم آن بالاتر است، باید در شرکت‌هایی مورد عمل قرار گیرد که ارزش اضافی سرمایه در حد بالاتری نسبت به نرخ سود پرداختی به سهامداران نوع اول قرار داشته باشد. پوشش ریسک یکی از مسائلی است که در رابطه با آسیب‌شناسی ابزارهای جدید در بانکداری اسلامی همواره باید مورد توجه باشد (سامی، ۱۳۸۶ ش).



## ۳-۲-۲-۳- سهام ممتاز

یکی دیگر از ابزارهای بازار سرمایه، سهام ممتاز است، این نوع ابزار مالی به‌صورت سهامی عرضه می‌شود که در آن نرخ سود سهام به‌صورت مقطعی و براساس قواعد خاصی مورد تعدیل قرار می‌گیرد.

در بازارهای مالی سهام ممتاز براساس روش‌های خاصی در مبادلات مالی مورد استفاده قرار گرفته است. معمولاً بیشترین روشی که در رابطه با سهام ممتاز مورد عمل قرار گرفته است، تضمین نرخ سود ثابتی است که به‌عنوان حداقل سود تعهد شده شرکت می‌باشد.

این گروه از سهام‌داران که از حداقل نرخ سود برخوردارند این امتیاز ویژه را دارند که سود خود را قبل محاسبات نرخ سود نهایی دریافت می‌کنند و با مخاطره کمتری نیز روبرو می‌شوند، در مقابل شرکت منتشرکننده ممکن است از مزایای سود اضافی و نیز تأمین مالی بیشتری که در اثر کاهش ریسک برای خریداران به‌وجود آمده برخوردار باشد.

این ابزار مالی امروزه به‌صورت سهام ممتاز با نرخ قابل تبدیل، سهام ممتاز با نرخ قابل تعدیل و حتی سایر شیوه‌های دیگری که با بازار متناسب باشد عرضه می‌شود.

در اقتصاد اسلامی امکان به‌کارگیری این نوع ابزار مالی از طریق برقراری یک عقد خارج و لازم امکان‌پذیر است زیرا خریداران و فروشندگان سهام ممتاز لازم است که توافق خود را نسبت به شیوه‌های دریافت نرخ سود مورد صلح قرار دهند.

از نظر آسیب‌شناسی شرعی در اقتصاد اسلامی علاوه بر عقد خارج و لازم صلح، می‌توان تحقق این‌گونه ابزارهای مالی را از طریق جعله نیز امکان‌پذیر نمود. در هر حال نیاز به تحقیقات شرعی در این‌گونه ابزارهای مالی می‌تواند به‌تدریج توسعه عملیاتی این ابزارها را ضمانت کنند.

## ۳-۲-۲-۴- سهام خاص

به‌طور کلی ابزارهای مالی سهامی ممکن است با توجه به اهدافی که خریداران و فروشندگان دارند به‌شکل‌های خاص متعددی مورد توافق قرار گیرد. در این‌گونه ابزارهای مالی، بسته به موضوع مورد سرمایه‌گذاری و شیوه تقسیم سود و سایر مشخصه‌های لازم از انواع مختلف ابزارهای مالی مشارکتی می‌توان استفاده کرد.

فقه اسلامی خوشبختانه به‌سادگی پذیرای شکل‌هایی از ابزارهای مالی است که نهایتاً مصالح جامعه و افراد را تأمین کند و به‌جرات می‌توان طبق یک قاعده فقهی گفت که تمام روش‌های مورد تأیید عقلی بلافاصله می‌تواند مورد تأیید شرع نیز قرار گیرد.

امروزه عمده‌ترین شکل‌های ابزارهای مالی خاص به‌صورت زیر است:	
Common Stock	اوراق سهام سرمایه‌گذاری مشترک
Equity option	اوراق سهام اختیار معامله
Founder Share	اوراق سهام مؤسس
Foreign Stock	اوراق سهام خارجی

با توجه به آسیب‌شناسی این دسته از ابزارهای مالی می‌توان گفت که در اقتصاد اسلامی علاوه بر شکل‌های ویژه‌ای که در فوق مورد اشاره قرار گرفت می‌توان براساس عقد جعله موارد متعددی از روش‌های توافقی را نیز مورد بررسی قرار داد، لیکن آنچه در شرع اسلام بیش از پیش بر آن تأکید شده جهت‌گیری عقلانی و فوایدی است که هر یک از ابزارهای مالی فوق در بردارند. به این ترتیب اوراق سهام سرمایه‌گذاری مشترک براساس تجمیع دارایی‌ها و سهام و تبدیل آن به‌سهام مشترک توسط صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری است.

ابزار مالی سهام اختیار معامله نوعی اوراق مالی است که خریدار می‌تواند سهم را در دوره معینی با نرخی معین معامله نماید. اوراق سهام مؤسس، به سهامی اشاره می‌شود که طبق شرایطی و معمولاً پس از محاسبه سود سهام عادی به اعضاء مؤسس شرکت منتشرکننده اعطاء می‌شود و اوراق سهام خارجی، نوعی پرتفوی انتخاب شده از سهام خارجی است که توسط شرکت‌های امانی (Trust Funds) داخلی، ارائه و به خریداران داخلی فروخته می‌شود. این نوع اخیر سهام با توجه به جهانی شدن و امکان کنترل مناسبات و جریانات سرمایه بین‌المللی برای کشورهای اسلامی حائز اهمیت فوق‌العاده‌ای است.

### ۳-۲-۳- ابزارهای مالی مشتقه

نوعی دیگر از ابزارهای جدید مالی ابزارهای مشتقه است، همان‌گونه که از نام این‌گونه ابزارهای مالی بر می‌آید ارزش این ابزارها از ارزش دارایی‌های دیگر مشتق شده است. دارایی‌های اصلی ممکن است دارایی فیزیکی مثل معادن، جواهرات و فلزات و یا دارایی‌های مالی مثل ذخایر ارزی، سهام و دارایی‌های مالی خارجی باشد. ابزارهای مالی مشتقه بسیار متنوع است و اگرچه شیوع قابل ملاحظه‌ای در معاملات داخلی و خارجی پیدا نموده لیکن می‌توان وسیع‌ترین حوزه‌های گسترش آن را در شکل‌های زیر جستجو کرد.

قراردادهای سلف Forward Contracts

Futures Contracts	قراردادهای آتی
Swaps Contracts	قراردادهای معاوضه
Option Contracts	قراردادهای اختیار معامله

ابزارهای مالی مشتقه با توجه به وسعت عقود اسلامی به‌سادگی قابل کاربری در فضای مالیه اسلامی است لیکن لازم است ملاحظاتی در چهارچوب هر یک از قراردادهای مشتقه مورد تأکید قرار گیرد.

#### ۱-۳-۲-۳- قراردادهای سلف Forward

قراردادهای سلف نوعی ابزار مالی است که گاهی به آن "قرارداد آتی خاص" نیز می‌گویند. به ارزش دارایی‌های دیگری که پشتوانه آن است، مربوط می‌شود. بنابراین، در این قرارداد فروشنده برای تحویل دارایی موضوع معامله، در تاریخی معین و قیمتی از قبل تعیین شده، با خریداری که متعهد می‌شود در تاریخ مورد توافق کالا را خریداری کند، قرارداد منعقد می‌نماید.

فلسفه این‌گونه قراردادهای کاهش مخاطره ناشی از نوسان قیمت برای خریدار و فروشنده است که منجر به قبول این توافق دوطرفه می‌شود. در عین حال این‌گونه معاملات تا حدود زیادی می‌تواند از سفته‌بازی بر روی کالاهایی که مورد نیاز تولیدکنندگان واقعی است جلوگیری نماید و تورم ناشی از برخی تنگناهای اقتصادی را که افزایش قیمت سایر کالاها را نیز ممکن است تحت تأثیر قرار دهد، تحت کنترل قرار دهد. طبق قضیه برابری نرخ بهره در مبادلات بین‌المللی، می‌توان نرخ جاری سلف ارز را طبق فرمول زیر مورد محاسبه کرد (دیولیو، حشمتی، ۱۳۷۴).

$$\frac{E_f}{E_o} = \frac{1+r_f}{1+r_d}$$

در رابطه فوق  $E_f$  نرخ جاری سلف ارز،  $E_o$  نرخ جاری نقدی ارز (Spot)،  $r_d$  نرخ اسمی بهره داخلی که سررسید آن با سررسید قرارداد سلف برابر است و  $r_f$  نرخ اسمی بهره خارجی است که سررسید آن با سررسید قرارداد سلف برابر است. به این ترتیب زمانی که نرخ بهره داخلی از نرخ بهره خارجی کمتر است، نرخ سلف ارز خارجی با تخفیف همراه خواهد بود.

#### ۲-۳-۲-۳- قراردادهای آتی Futures contracts

این شکل از ابزار مالی یعنی ابزارهای مالی آتی که گاهی تحت عنوان قراردادهای آتی یکسان نیز ترجمه شده است (عصمت پاشا، ۱۳۸۲) در واقع همان قراردادهای سلف است که از

نظر مقدار قرارداد، تاریخ سررسید، کیفیت و مکان تحویل و سایر موارد برای هر کالا یا دارایی به صورت استاندارد درآمده و به این ترتیب قابل خرید و فروش در بازار ثانویه است و معمولاً با اخذ ودیعه توسط کارگزار صورت می‌پذیرد.

امروزه معاملات آتی بر روی ابزارهای بدهی و معاملات آتی بر روی ارزهای خارجی و نیز معاملات آتی مالی براساس بازار سهام به منظور مصونیت و کاهش ریسک نوسان قیمت‌ها و نیز نرخ بهره، صورت می‌گیرد.

### ۳-۲-۳-۳- قرارداد معاوضه Swaps

ابزار مالی معاوضه یا سواپ براساس توافقی است که در رابطه با مبادله یک دارایی صورت می‌گیرد به نحوی که یک طرف پرداخت‌های ثابتی را بر عهده می‌گیرد و طرف دیگر براساس قیمت شناور، پرداخت‌های مورد تعهد خود را انجام می‌دهد.

به طور کلی هدف اصلی از معاملات سواپ، مقابله با نوسان قیمت‌ها است و این ابزار مالی براساس معاوضه نرخ بهره، معاوضه ارز، معاوضه کالا و معاوضه سهام صورت می‌پذیرد. امروزه ترکیبات مختلفی از این معاملات ایجاد شده و برای مثال معاملات "سواپشن"<sup>۱</sup> ترکیبی از معاملات سلف و اختیار معامله است که با هدف کاهش ریسک نوسان قیمت و نرخ بهره مورد عمل قرار گرفته است.

### ۳-۲-۳-۴- قرارداد اختیار معامله Option Contracts

نوعی ابزار مالی تحت عنوان اختیار معامله، معمولاً به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری با توجه به نوسانات قیمت کالاها و نرخ بهره صورت می‌گیرد.

با توجه به ارتباطات پیچیده معاملات مؤجل و غیرنقدی، امروزه مهندسی مالی شکل‌های متعددی از اختیار معاملات را به منظور تسهیل مبادلات مدت‌دار تنظیم نموده است.

به طور کلی اختیار معامله قراردادی است که بین دو طرف قرارداد منعقد می‌شود. در این گونه قراردادها یکی از طرفین حق خرید یا حق فروش در یک معامله را در مقابل پرداخت مبلغی معین Option Premium و در دوره‌ای معین بدون این که بتواند اجباری برای آن فراهم سازد در اختیار دیگری قرار می‌دهد.

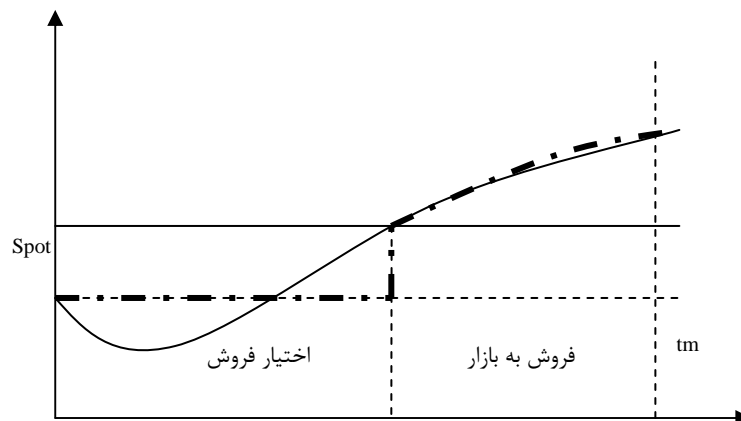
<sup>1</sup> Swaption



فروشنده دارایی قرار می‌گیرد به طوری که وی دارایی مذکور را با کیفیتی مشخص که می‌تواند متفاوت با قیمت روز (Spot) باشد حق دارد به فروشنده اختیار بفروشد.

طبق نمودار زیر، فروشنده اختیار فروش در صورتی که تا زمان سررسید قرارداد (tm)، قیمت کاهش یابد، می‌تواند از اختیار فروش استفاده کند ولی زمانی که تفاضل قیمت بازار و هزینه خرید بیشتر از قیمت روز باشد، برای مثال قبل از tm، در این صورت فروش مستقیم دارایی به بازار و عدم استفاده از حق اختیار فروش به صرفه خواهد بود.

نمودار ۴: اختیار فروش (Put Option)



به طور کلی با توجه به توسعه مالی می‌توان از طریق موافقت‌نامه‌هایی که با ترکیبی از اختیار خرید و فروش دارایی‌ها تشکیل یافته است، نوعی ایمن‌سازی و یا کاهش مخاطره درآمد و یا کاهش ریسک هزینه، ایجاد کرد.

با توجه به نظر برخی فقهای اسلامی این نوع قراردادها اگرچه ظاهراً نوعی بیع کالی به کالی است لیکن از طرق زیر می‌تواند مشروعیت پیدا کند:

الف- از طریق "بیع شرط" و اختیار موسوم به خیار شرط که امکان تغییر یا فسخ قرار داد را طبق شرطی از پیش تعیین شده، ممکن می‌سازد.

ب- روش دیگری که بعضی از فقها به عنوان مبنایی برای پذیرش اختیار معاملات مجاز تلقی نموده‌اند "بیع العربون" است، به نحوی که مبلغ پرداختی توسط خریدار اختیار معامله، جزئی از بهای دارایی تلقی می‌شود که در صورت عدم مراجعه خریدار متعلق به فروشنده خواهد بود.

ج- برخی از حقوقدانان با استناد به ماده ۱۰ قانون مدنی براساس قبول‌التزام "قولنامه" و بر مبنای قاعده "العقود تابعه‌للقصود" این ابزار مالی را معتبر دانسته و آن را لازم الاجرا می‌دانند.

د- برخی دیگر از متفکرین براساس شباهت ابزارهای مالی اختیار معامله و "بیمه" این نوع معاملات را قابل قبول تلقی می‌دانند.

با این حال به نظر می‌رسد که در رابطه با این نوع ابزارهای مالی لازم است تحقیقات حقوقی و شرعی بیشتری انجام شود و روش‌هایی که اجماع کافی در آن وجود دارد، طبق رأی مشهور مورد عمل قرار گیرد.

#### ۴-۲-۳- ابزارهای مالی کیفی

علاوه بر ابزارهای معمول در سطح بین‌المللی، همان‌گونه که در مورد ابزارهای مالی بازار پول بیان شد در اقتصاد اسلامی نیز، برخی ابزارهای مالی کیفی در بازار سرمایه، مثل ابزارهای ناشی از وقف (عبده تبریزی ۱۳۷۷) و نیز اوراق قرض‌الحسنه (جهانخانی ۱۳۷۳)، قابل طراحی و عرضه در بازارهای مالی است.

این نوع ابزارهای مالی، گرچه در برخی کشورهای غربی نیز مورد استقبال قرار گرفته لیکن امکان کاربری این ابزارها بخصوص در کشورهای اسلامی می‌تواند به‌عنوان برنامه‌ای مورد پیگیری قرار گیرد و چه بسا این‌گونه ابزارهای مالی امکان ورود به بازارهای ثانویه را نیز داشته باشند.

این‌گونه ابزارهای مالی اگرچه پشتوانه فرهنگی بسیار وسیعی دارد لیکن از تنوع بسیار گوناگونی نیز برخوردار است و به نظر می‌رسد که در صورت برنامه‌ریزی دقیق بتوان از طریق این نوع ابزارها، نیاز مالی بخش وسیعی از تقاضاهای اعتباری و مالی کشور به‌خصوص طرح‌هایی که قادر به دریافت سود کمی بالایی از آن نیستیم را تأمین نمود.

اقتصاد اسلامی، علاوه بر توجه به ابزارهای مالی در سطح خرد، هماهنگی و ترکیب ابزارهای مالی را نیز در راستای هدف نهایی اقتصاد اسلامی یعنی تحقق رشد نادیده نمی‌گیرد.

براساس قاعده "لاضرر" می‌توان گفت که حتی اهمیت حفظ و سلامت روند سیاست‌های کلان در تجزیه و تحلیل نهایی از اولویت بیشتری برخوردار است.

بیش از دو دهه است که رابطه بین توسعه و گسترش ابزارها و نهادهای مالی و رشد اقتصادی، توسط متفکرین اقتصادی مورد تأیید قرار گرفته است. "گلد اسمیت ۱۹۶۹"، "مکینون ۱۹۷۳" و "شاو ۱۹۷۳" و نیز "رومر ۱۹۸۸" و "لوین و زروس ۱۹۹۶" براساس تجربیات معینی این ارتباط کلی را مطرح و مورد تأکید قرار داده‌اند.

در هر حال در بخش کلان زمینه‌سازی برای گسترش هدف‌مند نهادهای خصوصی مالی به‌منظور تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی و نیز افزایش شرایط قابل اطمینان و امنیت برای سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی، گرایش سیاست‌گذاری‌های پولی به استفاده از ابزارهای غیرمستقیم که همراه با آزادسازی بخش مالی است، باید مورد عمل قرار گیرد.

تعدیل ساختار مالی و توسعه نهادهای مالی و درجه باز بودن اقتصاد، نه تنها به توسعه ابزارهای مالی منطقی کمک می‌کند، بلکه طبق نظریه "لوین، ۲۰۰۰" این امر به سرعت بر اثربخشی و رفع بحران‌های مالی اقتصادی نیز مؤثر است:

نکته مهم در بخش کلان، کلی‌نگری ابزارهای مالی است زیرا این ابزارها هم باید نیازهای واقعی اقتصادی را برطرف کند و هم با استانداردهای اسلامی هماهنگی داشته باشد.

### نتیجه‌گیری

در حال حاضر، اکثر کارخانجات به‌منظور رفع نیازهای یک یا چند سال آتی خود در یک مقطع اقدام به خرید مواد اولیه و یا واسطه می‌نمایند. سپس کالا را در حجم زیاد در انبارهای خود جا داده و به تدریج در فرآیند تولید قرار داده و به فروش می‌رسانند. این امر باعث می‌شود که بخش چشمگیری از سرمایه شرکت به صورت دارایی ثابت (تجهیزات انبار) و دارایی جاری (موجودی قطعات) بلوکه شود. این روش زمانی که قیمت‌ها به‌علت افزایش نرخ ارز در حال افزایش باشد برای شرکت (اما نه کل مملکت) سودآور است اما در زمانی که قیمت ارز تثبیت شده یا کاهش می‌یابد مقرون به‌صرفه نیست و اگر شرکت‌ها بتوانند با قراردادهای مبتنی بر ابزارهای جدید مالی، خرید یا فروش خود را تثبیت کنند بسیار به‌صرفه است و نقش مؤثری بر کارایی بنگاه خواهد داشت.

در حال حاضر در رابطه با تعداد بسیار معدودی از کالاها از جمله تا حدودی نفت و طلا شاهد بازارهای فعالی براساس ابزارهای مالی جدید هستیم. درحالی‌که اگر بتوان استفاده از این ابزارها را به سایر معاملات نیز تعمیم داد، هم بخش تولید و هم بخش مالی توسعه پرشتابی را تجربه خواهند کرد.

یکی دیگر از مشکلاتی که بازارهای مالی ما از آن آسیب می‌بیند عدم وجود بازار مبادلات آتی است. هر روزه در صفحات اقتصادی روزنامه‌ها که نرخ بین‌المللی کالا را اعلام می‌کنند می‌بینیم که مثلاً برای نفت تولیدشده در فلان حوزه نفتی برای تحویل در سه ماه دیگر قیمت اعلام می‌شود. این قیمت، قیمت یک محموله استاندارد کالا (نفت) برای تحویل در زمان معینی در



آینده است. اگرچه به‌طور معمول انتظار این است که قیمت خرید آتی ارزان‌تر از زمان حال باشد لیکن همیشه این امر صادق نیست و در پاره‌ای اوقات قیمت آتی گران‌تر از قیمت حال می‌شود. این نه‌تنها در مورد کالا بلکه در مورد ارز نیز رخ می‌دهد. برای اقتصاد ما آگاهی از نرخ ارز برای معاملات آتی بسیار مهم و حیاتی است. اگر یک تاجر ایرانی احساس کند که در آینده فرضاً دلار ارزان می‌شود، چیزی صادر نمی‌کند، زیرا احتمال می‌رود زمانی که وجه این صادرات برمی‌گردد برایش با زیان همراه شود، درعین حال اقدام به واردات هم نمی‌کند زیرا احتمال دارد اگر این کالا در آینده وارد شود برایش ارزان‌تر تمام شود. از این‌رو، کاهش نرخ ارز یا به بیان بهتر انتظار کاهش نرخ ارز در آینده به‌جای آن که برای برخی‌ها امیدوارکننده و مؤید شکوفایی اقتصادی باشد می‌تواند برای کل اقتصاد زیانبار باشد. عکس آن نیز صادق است. بسیاری بوده‌اند که نسبت به خرید ماشین‌آلات اقدام کرده‌اند و به‌رغم آن که کل مبلغ اعتبار را به بانک پرداخته‌اند و حتی مثلاً سال بعد ماشین‌آلات مذکور را دریافت داشته‌اند، متوجه شده‌اند که باید مابه‌التفاوت قابل‌توجهی پرداخت کنند. به‌فرض یک تنخواه ارزی برای ورود کالا گرفته‌اند تا از محل آن دست به صادرات بزنند اگرچه برای این امر مثلاً به‌ازای هر دلار صد ریال پرداخت کرده‌اند، حال باید مبالغ قابل‌توجهی برای جبران افزایش نرخ ارز بپردازند. موارد متعددی نظیر این امر باعث شده سیستم بانکی ما پویایی و کارایی لازم را در مورد معاملات آتی نداشته باشد. همچنین، بسیاری از تجار و صنعتگران ما از آن‌رو که نتوانسته‌اند مشکلات ارزی خود را حل کنند مجبور به تعطیل کارخانجات خود شدند. این امر نه‌تنها باعث شده ثروت عظیمی در جای جای این مملکت معطل بماند بلکه هزاران نفر که می‌توانسته‌اند به‌واسطه کارخانه‌ها شغلی داشته باشند به‌خیل عظیم بیکاران اضافه شدند.

این مسائل و نظایر آن‌را می‌توان از طریق معاملات آتی و ابزارهای جدید مالی حل کرد. مثلاً فردی که امروز کالایی وارد می‌کند و باید در آینده ارز آن را بپردازد، باید بتواند با مراجعه به بانک‌ها و مؤسساتی که برای این منظور ایجاد شده‌اند امروز کالای موردنیاز در آینده را بخرد یا به بیان بهتر ارز یادشده را با پرداخت هزینه ناچیزی امروز بلوکه کند به‌گونه‌ای که بتواند در آینده (در سررسید موردنظر) کالا را با نرخی که امروز تثبیت می‌شود بخرد. این امر ممکن است در حال حاضر قطعی شود یعنی خریدار ملزم باشد که در سررسید حتماً آن میزان ارز را (برای پرداخت ارز مربوط به واردات خود) بخرد و یا خریدار فقط این حق را خریداری می‌کند که چنانچه تمایل داشت نسبت به خرید ارز اقدام کند (یعنی اگر نرخ ارزش کاهش یافت دیگر الزامی برای خرید ارز نداشته باشد). به‌هر ترتیب برای انجام این معامله خریدار تنها باید ملزم باشد که درصد ناچیزی پرداخت کند. یعنی اگر قرار باشد کل معادل ریالی را بلوکه کند در آن

صورت خود وی می‌تواند ارز بخرد و دیگر نیازی به مراجعه به بانک‌ها و مؤسساتی از این دست نخواهد داشت.

در همین حال، یک صادرکننده برای آن‌که مطمئن شود در آینده به‌علت کاهش نرخ ارز زیان نخواهد دید باید بتواند با مراجعه به بانک‌ها و مؤسساتی که این قبیل خدمات را ارائه می‌دهند با توسل به ابزارهای جدید مالی نسبت به فروش کالا یا ارز خود در تاریخ معین آتی به‌مبلغی که امروز توافق می‌شود اقدام کند. این نوع معاملات می‌تواند برای فروشنده جنبه الزامی داشته باشد و یا آن‌که تنها این حق را ایجاد کند که او اگر تمایل داشت با این نرخ، کالا یا ارز موردنظر را خریداری کند. این قبیل معاملات می‌تواند صورت تثبیت شده باشد. یعنی میزان ارز مورد معامله به‌طور کلی در زمینه صادرات یا واردات موردنظر باشد. همچنین ممکن است تاجر مورد بحث برای آن‌که بخشی از مخاطرات خود را پوشش دهد نسبت به خرید یا فروش میزان معینی کالا یا ارز اقدام کند، مثلاً برای آن‌که واردات فرضاً یک میلیون و دویست هزاردلاری خود را مصون کند امروز تنها یک میلیون دلار ارز به تاریخ سررسید واردات خریداری می‌کند و خطر زیان بقیه یعنی دویست هزار دلار بقیه را پذیرا شود.

به‌طور کلی این قبیل معاملات نه‌تنها خاص تاجران است که به‌کار صادرات و واردات اشتغال دارند بلکه ممکن است بسیاری صرفاً به‌منظور سرمایه‌گذاری در آن‌ها وارد شوند. یعنی اگر فردی تشخیص دهد که در آینده دلارگران خواهد شد و یا ارزش پول کاهش خواهد یافت می‌تواند مثلاً با پرداخت ده درصد ارزش در حال حاضر برای خود این حق را خریداری کند که در سررسید (مثلاً یک‌سال دیگر) فلان مقدار ارز را با قیمت امروز خریداری کند. این امر برای وی صرفاً جنبه سرمایه‌گذاری دارد و ممکن است حتی پیش از سررسید امتیاز خود را بفروشد. ابزارهای جدید مالی نه‌تنها برای ارز بلکه برای کالاهای دیگر هم باید امکان‌پذیر باشد مثلاً یک کارخانه نساجی باید بتواند برای مصرف آتی از امروز برنامه‌ریزی کند و براساس برنامه مشخص بتواند از کشاورزان و واسطه‌ها پنبه و به‌فرض از کارخانجات تولید مواد اولیه نساجی خریداری کند. اگر قیمت‌ها از قبل تعیین‌شدنی باشد، بی‌تردید آن کارخانه با اطمینان بیشتری می‌تواند قراردادهای بلندمدت برای فروش محصولات خود منعقد کند و کشاورز پنبه‌کار هم می‌تواند با اطمینان دست به تولید پنبه بزند و هراس نخواهد داشت که در زمان تولید و تحویل محصول با کاهش قیمت مواجه شود. وجود چنین قراردادهایی بدون شک باعث می‌شود کارخانجات نساجی و روستاییان پنبه‌کار با اطمینان بیشتر به‌آینده فعالیت کنند و همین روند باعث رشد تولید و بهبود درآمد و سودآوری این فعالیت‌ها می‌گردد.

این مسأله می‌تواند در بازار دادوستد هم مطرح باشد، یعنی خریدار سهام باید بتواند بر مبنای قراردادی که امروز منعقد می‌کند با نرخ‌ی که امروز به‌توافق می‌رسد سهام فرضاً شرکت الف را برای تاریخی در آینده خریداری کند. حتی این فرد باید بتواند سهام خود (یعنی سهامی را که تاکنون خرید آن نهایی نشده و تحقق آن قطعی نگردیده) به‌فروش برساند. در آسیب‌شناسی ابزارهای جدید باید ریسک بالای آن‌ها را در نظر گرفت، زیرا امکان انجام این قبیل معاملات فی‌نفسه خطر زیادی به‌دنبال دارد و افرادی که به این قبیل معاملات و مبادلات اشتغال می‌ورزند باید در حدی که توان جبران خطر را دارند از اعتبار برخوردار باشند. در غیر این صورت (یعنی عدم وجود اعتبار کافی برای خریدار و فروشنده) تزلزل‌ی که این مسائل در بازار پدید می‌آورد بسیار اساسی است. با این حال گسترش این ابزارها در عین حال می‌تواند تجربه‌ی تجار و بانک‌های ایرانی را افزایش داده و موقعیت‌ی کشور را برای ورود به بازارهای بین‌المللی فراهم کند.

در هر حال ایجاد ابزارهای جدید مالی برای معاملات را به‌نوعی می‌توان بیمه کردن معاملات، به‌ویژه معاملات ارزی، تلقی کرد. در گذشته، وقتی فردی تمایل داشت در یک فعالیت اقتصادی به‌نسبت بزرگ وارد شود معمولاً سعی می‌کرد با دیگر سرمایه‌گذاران در آن رشته شریک شود و بدین ترتیب خطر این معامله بین افراد دیگر تقسیم می‌شد. در حال حاضر هم فردی که می‌خواهد در بورس سهام بخرد، معمولاً به‌وی پیشنهاد می‌شود که تمام سرمایه خود را روی یک نوع سهم متمرکز نکند و سهام سایر شرکت‌ها را نیز خریداری کند تا بدین ترتیب خطر وی در مورد خرید و نگهداری آن سهم تقسیم شود.

نظیر این وضع در بیمه کردن یک محموله نیز صادق است. به‌فرض اگر فردی بخواهد از خارج محموله‌ای بخرد مجبور است آن را بیمه کند تا چنانچه در حین حمل و نقل به آن خسارتی وارد شد و یا در مسیر عبور حادثه‌ای برای آن رخ داد شرکت بیمه ملزم به جبران خسارت وارده باشد.

در این زمینه، باید قوانین و مقررات مورد نیاز تنظیم شود. این قوانین باید به‌گونه‌ای باشد که در عین حال که ضوابط شرعی را رعایت می‌کند، در عین حال از کارایی لازم برخوردار بوده و با ابزارهای نظارتی کافی جلوی سوءاستفاده‌های احتمالی را نیز بگیرد. در ضمن باید دقت کرد که این ابزارها و مقررات حاکم بر آن با دیگر قوانین و مقررات در تضاد نباشد.

در همین حال لازم است دانشگاه‌ها و مؤسسات آموزشی قادر به آموزش کاربران و مجریان این ابزارهای مالی باشند تا در هنگام اجرا با مشکلات عملی مواجه نشوند. در کنار این امر و از همه مهم‌تر مطبوعات تخصصی وظیفه سنگینی برعهده دارند زیرا هم باید مردم و مسئولان را با

مزایا و مضار این ابزارهای مالی آشنا کنند و هم در محیط اقتصادی ما برای استفاده از ابزارهای نوین مالی پذیرش ایجاد کنند. بدون این زمینه‌سازی بی‌تردید هیچ طرح نوین اقتصادی قابل اجرا نیست. زیرا تا متخصصان اقتصادی نتوانند با نقادی و نکته‌بینی مسائل و مشکلات را موشکافی کنند که مزایا و مضار احتمالی طرح‌ها مشخص شود و تا انتظارات مردم و مسئولین از آن به‌دقت تدوین نشده باشد، احتمال این‌که در عمل و پس از گذشت چندین سال و صرف وقت و انرژی زیاد عدم کارایی آن به اثبات برسد وجود دارد و در این صورت و زمان بسیاری از کف رفته است.

همچنین باید توجه داشت که وجود این ابزارها ممکن است به سوءاستفاده‌ها و مخاطرات اخلاقی (Moral hazard) منجر شود (تام بیکر، ۱۹۹۶) و یا برخی از افرادی که به آن آشنایی داشته و در استفاده از آن تبحر دارند سودهای کلانی کسب کنند. درضمن برخی ابزارهای مالی زمانی راه‌گشاست که امکان انجام معاملات اعتباری فراهم و اعتبار اشخاص و شرکت‌ها در سطح قابل قبولی تأیید شده باشد، در غیر این صورت این معاملات می‌تواند به دعاوی متعددی منجر شود. در این جا شاید جا داشته باشد کمبود هیأت‌های داورى ذی‌صلاح و نیز محاکم تخصصی مالی در قوانین قضایی نیز مورد توجه کافی قرار گیرد.

## منابع و مأخذ

- لزرقا، انس. ۱۳۸۰. "گواهی استصناع (سفارش ساخت)". رستمی، محمدزمان. فصل‌نامه تخصصی اقتصاد اسلامی. سال اول. شماره ۱.
- جهانخانی، علی. ۱۳۷۱. "انواع اوراق بهادار، تنوع بازارها، تنوع خطر معامله‌ها، انجام معامله در بورس". تهران. مرکز آموزش بانکداری.
- حشمتی مولایی، حسین. ۱۳۸۳. "ابزارهای نوین بانکی و جایگاه آن در نظام بانکداری اسلامی". چهاردهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. بخش‌هایی از این مقاله اصلاح و تجدید نظر اساسی شده و با توجه به محور جدید مورد استفاده قرار گرفته است.
- ختایی، محمود. ۱۳۷۷. "گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی". تهران. مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- دیولویو، یوجین. ۱۳۷۴. ۱. "پول و بانکداری". ترجمه حشمتی مولایی، حسین. تهران. مؤسسه عالی بانکداری ایران.
- رضایی، مجید. ۱۳۸۲. "بررسی فقهی ابزارهای مالی مشتقه". تهران. فصل‌نامه تخصصی اقتصاد اسلامی شماره یازدهم.
- سامی، السوایلم. ۱۳۸۶. "پوشش ریسک در نظام اسلامی، همایش بین‌المللی ابزارهای نوین مالی اسلامی". وزارت امور اقتصادی و (مجموعه مقالات).
- صمدی، علی حسین. ۱۳۷۹. "گسترش مالی و رشد اقتصادی: آزمون ریشه واحد و هم‌گرایی". تهران. مجله برنامه و بودجه، شماره ۵۸ و ۵۹ سال پنجم.

عصمت پاشا، عبدالله. ۱۳۸۲. "فلسفه و سیر تکاملی ابزارهای مشتقه و دیدگاه‌های فقهی". ترجمه: صالح‌آبادی، علی. تهران. فصل‌نامه تخصصی اقتصاد اسلامی، شماره نهم.

فطانت، محمد. آقاپور، ابراهیم. ۱۳۸۰. "اوراق اختیار معامله (Option) در بازار سرمایه ایران". تهران. مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.

میربهری، سیدمهرزاد. ۱۳۸۱. "تسهیلات تکلیفی و اثرات آن بر سیستم بانکی کشور". بانک و اقتصاد شماره ۲۳۵، صص ۳۹.

میرمطهری، احمد. ۱۳۸۰. "بازار سرمایه و ابزارهای جدید تأمین مالی". تهران. دوازدهمین همایش بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی بانکداری ایران.

"Bank of America.1995. Roundtable on Corporate Risk Management, Journal of Applied Corporate Finance, Vol, 8, Fall 1995.

Cass. D..1965. Optimum growth in a aggregative model of capital accumulation, Review of Economic Studies, 32, 223-40.

Culp , Furbush and Kavanagh.1994."Structured Debt, and Corporate Risk Management". Journal of Applied Corporate Finance, Vol 7, #3, Fall 1994.

Frankel, Jeffrey and David Romer.1999."Does Trade Cause Growth?" American Economic Review, Vol. 89, No. 3 (Jun.), pp. 379-399.

Goldsmith, R.W..1969. Financial Structure and development, Yale University Press, New Haven, CT.

Jenson, M.C. .1986. "The agency cost of free cash flow, corporate finance and takeover", American Economic Review, 76.

Jenson, M.C..1986."*The agency cost of free cash flow, Corate finance takeovers*". American Economic Review, 76.

King, R.G.and R.Levine.1993.Finance,entrepreneurship,and growth: Theory and evidence, Working paper (Word Bank, Washington, DC).

King R.G and R.Levine.1994. Capital fundamentalism, economic development, and economic growth, Paper presented at the Carnegie Rochester Conference Series on Policy.

Levine, Ross, Norman Loayza and Thorsten Beck.2000. "*Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*".Journal of Monetary Economics, 46, 2000.

Levine, Ross and Sara Zervos.1996."*Stock Market Development and Long-Run Growth*". World Bank Economic Review, 10, 1996.

McKinnon, Ronald I.1973.Money and Capital in Economic Development, Washington, D.C., The Brookings Institution, 1973.

Shaw; 1973. "*Financial Deepening in Economic Growth*".New York: Oxford University Press.

Tom Baker.1996. "*On the Genealogy of Moral hazard*". Texas Law Review, December 1996, 75 Tex. L. Rev.237.