

# فلسفه و سیر تکاملی ابزارهای مالی مشتقه و دیدگاه‌های فقهی

دکتر عبیدالله عصمت‌پاشا

ترجمه: علی صالح‌آبادی\*

## چکیده

این مقاله به بررسی ابزارهای مالی مشتقه می‌پردازد و آرای عالمان اسلامی (اهل سنت) را دربارهٔ این ابزار بررسی می‌کند. اعتبار و قابل قبول بودن این ابزارها از دیدگاه‌های گوناگون بررسی شده است. در این موارد، اتفاق نظر کاملی بین عالمان وجود ندارد. عمده کار اندیشه‌وران اسلامی در حوزه حقوقی مسأله بوده است. آنان ابزار مشتقه را صرفاً از دیدگاه «قرارداد»، بررسی و تجزیه و تحلیل می‌کنند و کم‌تر به این نکته می‌پردازند که چرا ابزارهای مشتقه، همچون قراردادهای آتی و حق اختیار معامله در دنیای تجارت مدرن امروزه ضرورت دارد. این مقاله به تجزیه و تحلیل قراردادهای آتی خاص و یک‌سان و حق اختیار معامله می‌پردازد که علت پدید آمدن این ابزارها چه بود و منافع وجود چنین ابزارهایی چیست و چرا این ابزارها مورد نیاز است، و در پایان، دیدگاه عالمان اسلامی دربارهٔ ابزار مشتقه ارائه می‌شود.

واژگان کلیدی: ابزار مالی مشتقه، بازار آتی، بازار آتی، بازار ثانویه، قرارداد آتی خاص، قرارداد آتی یک‌سان، حق اختیار معامله، وجه التزام، دارایی اساسی پشتوانه قرارداد، حق شرط.

## مقدمه

اجماع نظر در قابل قبول بودن ابزارهای مالی مشتقه،<sup>۱</sup> کم‌تر به چشم می‌خورد. این ابزارها محصولات تولیدی مالی هستند که ممکن است از آن‌ها به منظور عملیات بورس بازی استفاده شود؛ اما این باعث نمی‌شود که چنین ابزاری کنار گذاشته شود. رشد سریع و گسترش استفاده از این ابزارها به سبب منافع بسیاری است که بر آن‌ها مترتب

\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران.

می‌شود و سازمان‌های تجاری از آن‌ها استفاده می‌کنند؛ همان‌طور که در صفحات بعدی به تفصیل بررسی خواهند شد. این ابزارها نه تنها برای پوشش ریسک و آربیتراژ استفاده می‌شوند، بلکه به صورت ابزاری برای رقابت در صحنه بازاریابی نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند. افزون بر این‌ها عمده چارچوب نظری این ابزارها، به سایر حوزه‌ها همچون ارزیابی پروژه، طراحی ابزار و تکنیک‌های ارزیابی علمکرد نیز سرایت کرده است. هدف این مقاله ارزیابی دوباره این ابزارها از دیدگاه شرعی و همچنین توضیح دیدگاه حقوقی نیست. این مقاله در پی ارائه فهمی گسترده از این ابزارها است که چگونه توسعه یافته‌اند و چرا مورد نیازند و استفاده‌های گوناگون این ابزارها چگونه روی نظریات فقهی اسلامی تأثیر گذاشته است. سازماندهی تحقیق به شرح ذیل است. بخش اول: این بخش درباره این ابزارها و چگونگی توسعه و موارد استفاده آن‌ها در مدیریت مالی مدرن توضیح می‌دهد.

بخش دوم: در این بخش، شرح مختصری درباره ادبیات موضوع از دیدگاه اسلامی ارائه شده، مسائل فقهی ابزارها بررسی می‌شود.

## ۱. توسعه ابزارهای مالی مشتقه

ابزارهای مالی مشتقه مانند هر محصول دیگری، محصول نوآوری‌های متخصصان مالی است. این نوآوری در پاسخ به نیازهای پیچیده و روزافزون تجارت است. همان‌طور که روزبه‌روز دنیای تجارت تخصصی می‌شود، محصول مالی جدیدی به منظور پاسخگویی بهتر به نیازهای تغییر یافته جدید، شکل می‌گیرد. هر ابزار جدیدی که ایجاد می‌شود، باید ارزش افزوده‌ای بیش‌تر از ابزارهای موجود پدید آورد تا بتواند زنده بماند و به حیات ادامه دهد. اکنون به مراحل رشد و توسعه ابزارهای مالی مشتقه می‌پردازیم و این‌که چگونه مراحل توسعه این ابزار به ارزش افزوده انجامید. این ابزارها خود بحث بسیار گسترده‌ای است و ابزارهای گوناگونی را در بر می‌گیرد که در این جا به سه ابزار قراردادهای آتی خاص و یک‌سان و حق اختیار معامله خواهیم پرداخت.

### ۱-۱. قراردادهای آتی خاص<sup>۲</sup>

ارزش ابزار مالی مشتقه، به ارزش دارایی‌های اساسی دیگری که پشتوانه آن است، وابستگی دارد. نخستین و ساده‌ترین ابزار مالی مشتقه، قراردادهای آتی خاص بود. در این قرارداد، دو طرف قرارداد تعهد می‌کنند که در آینده در تاریخ معلوم، معامله‌ای را در قیمت مشخص شده در قرارداد با هم انجام دهند. دو طرف قرارداد، از خریدار و فروشنده تشکیل می‌شود. فروشنده در قرارداد تعهد می‌کند که دارایی اصلی موجود در قرارداد را در سررسید قرارداد تهیته کند و خریدار

نیز متعهد می‌شود ثمن را تهیه کند و کالا را بخرد. به منظور توضیح و تبیین موضوع و چگونگی عمل این قراردادها به ذکر مثالی می‌پردازیم. کشاورز کاکائو و خریدار کاکائو را در نظر بگیرید. خریدار برای محصولاتش به کاکائو نیاز دارد. کشاورز نیز انتظار دارد ۱۲۰ تن کاکائو را ۶ ماه دیگر جمع‌آوری کند. خریدار کاکائو نیز در نظر دارد ۶ ماه دیگر همان مقدار کاکائو را در موجودی انبار خویش داشته باشد. در این جا ما تولیدکننده‌ای داریم که در آینده، محصول در اختیار دارد و از طرف دیگر خریداری هست که در آینده به همان مقدار کالا نیاز دارد. پرواضح است که دو طرف قرارداد لزوماً با ریسک قیمت مواجه می‌شوند. کشاورز، نگران کاهش قیمت‌های کنونی کاکائو در مقابل با قیمت‌های ۶ ماه بعد، و خریدار نیز نگران افزایش قیمت‌های کنونی در ۶ ماه بعد است؛ بنابراین هر دو طرف با ریسک مواجه می‌شوند؛ اما این ریسک در دو جهت کاملاً متضاد است؛ بنابراین کاملاً منطقی است که دو طرف یعنی خریدار و فروشنده با هم مذاکره، و روی قیمتی توافق کنند تا در آینده (۶ ماه دیگر) معامله را با قیمت توافقی انجام دهند.

این قرارداد تحت عنوان قراردادهای آتی خاص دسته‌بندی می‌شود. منافع این قرارداد به هر دو طرف قرارداد می‌رسد. نخست این که هر دو طرف قرارداد در نتیجه انعقاد قرارداد، همه ریسک قیمت را به کلی حذف می‌کنند؛ زیرا کشاورز از هم اکنون می‌داند که کاکائوی تولیدی خویش را ۶ ماه بعد در قیمت معلوم می‌فروشد؛ خواه قیمت بازار ۶ ماه بعد بالا رود، خواه پایین بیاید. خریدار نیز ریسک قیمت را از بین می‌برد. وی نیز فقط موظف است قیمت موجود در قرارداد را بپردازد؛ خواه قیمت‌های کنونی در ۶ ماه دیگر بالا رود، خواه پایین بیاید. منافع دیگری نیز بر این قرارداد مترتب است؛ از جمله هر دو طرف قرارداد در وضعیت مناسبی قرار دارند؛ زیرا می‌توانند فعالیت‌های تجاری خویش را برای ۶ ماه آینده برنامه‌ریزی کنند؛ در نتیجه، خواص قراردادهای آتی خاص، از پوشش ریسک فراتر است.

## ۱-۲. نیاز به قراردادهای آتی یک‌سان<sup>۳</sup>

گام بعدی در توسعه ابزارهای مالی، حرکت از قراردادهای آتی خاص به قراردادهای آتی یک‌سان بود. قراردادهای آتی یک‌سان به منظور کنترل ریسک پدید آمدند. سؤالی که در این جا مطرح می‌شود، این است که اگر قراردادهای آتی خاص برای مدیریت ریسک کافی بودند، چرا قراردادهای آتی یک‌سان پدید آمدند و به آن احساس نیاز شد.

همان طور که پیش‌تر بیان شد، محصول جدیدی که در حوزه مالی طراحی می‌شود، اگر نتواند ارزش افزوده‌ای ایجاد کند نمی‌تواند به حیات خویش ادامه دهد. قراردادهای آتی یک‌سان

به‌طور گسترده و روزافزون، حجم عمده‌ای از مبادلات تجاری را به خود اختصاص داده و منافعی بسیاری را در مقابله با قراردادهای آتی خاص ایجاد کرده است. نیاز به این قراردادهای جدید به سبب پاره‌ای از مشکلاتی بوده است که در قراردادهای پیشین وجود داشت. در این جا ما به سه اشکال عمده در قراردادهای آتی خاص اشاره می‌کنیم.

اول این که هر یک از دو طرف قرارداد باید در جست‌وجوی طرف مقابل باشند تا همدیگر را یافته، با همدیگر قرارداد امضا کنند و سایر مشکلاتی که درباره مقدار و زمان قرارداد وجود داشت. دوم این که اگر یک طرف قرارداد به دلیلی نمی‌توانست به تعهد خود عمل کند، فروش قرارداد در بازار ثانویه به شخص ثالث امکان‌پذیر نبود. در واقع این ابزار، فاقد بازار ثانویه بود.

سوم این که خطر نکول و عدم اجرای قرارداد در آن وجود داشت و نیز وقت‌گیر و هزینه‌بر بود. زمانی که قیمت‌های کنونی بالا می‌روند، به نفع فروشنده است که قرارداد را اجرا نکند؛ زیرا می‌تواند محصول خود را در بازار به قیمت بالاتری بفروشد و اگر قیمت پایین بیاید، به نفع خریدار است که قرارداد را اجرا نکند؛ زیرا می‌تواند کالای مورد نظر را با قیمت کم‌تری در بازار بخرد. به دلیل کمبودهای موجود در این نوع قرارداد، ابزار جدیدی مورد نیاز بود که نه تنها به مدیریت ریسک بپردازد، بلکه همزمان بر مشکلات موجود در قراردادهای آتی خاص فائق آید. نتیجه خلاقیت‌ها در این حوزه، به ابداع قراردادهای آتی یک‌سان انجامید. یک قرارداد آتی یک‌سان لزوماً همان قرارداد آتی خاص استاندارد شده است. بدین معنا که اندازه قرارداد یعنی مقدار قرارداد، تاریخ سررسید، کیفیت و مکان تحویل و غیره در آن برای هر کالا به صورت استاندارد است. با این استانداردسازی می‌توان به خرید و فروش و مبادله این قراردادها در بازار ثانویه پرداخت؛ بدین سبب، قابلیت نقدپذیری (نقدینگی)<sup>۴</sup> این قراردادها را افزایش، و هزینه‌های معاملات را نیز تا حد ممکن کاهش داد. افزون بر این، همه خریداران و فروشندگان به راحتی می‌توانند همدیگر را یافته، با همدیگر قرارداد ببندند. در قراردادهای آتی یک‌سان از آن جا که بازار ثانویه برای معاملات وجود دارد، چنان چه معامله‌گر بخواهد قرارداد آتی با سررسید طولانی را بفروشد و قرارداد آتی با سررسید نزدیک‌تر را بخرد، این امکان وجود دارد. با امکان مبادله و خرید و فروش این قراردادها در بازار ثانویه بر دومین اشکال موجود در قراردادهای خاص نیز می‌توان چیره شد و از قیمت‌های ناعادلانه جلوگیری کرد.

بر ریسک نکول قراردادهای مذکور با قراردادن وجه التزام یا سپرده اولیه<sup>۵</sup> در قراردادهای آتی یک‌سان می‌توان فائق آمد.

این عمل، ریسک نکول را به حداقل می‌رساند. هر یک از خریدار و فروشنده نزد واسطه‌گر (کارگزار) مقداری سپرده جهت حسن انجام قرارداد به ودیعه می‌گذارد که در صورت عدم اجرای قرارداد از جانب هر یک از دو طرف قرارداد، سپرده جهت جبران خسارت طرف مقابل به وی اعطا می‌شود. سپرده اولیه، روزانه با تغییرات قیمت دارایی اصل پشتوانه قرارداد تعدیل می‌شود. هدف اصلی از قرارداد سپرده اولیه و تعدیل آن به طور روزانه این است که از خطر نکول قرارداد جلوگیری می‌کند و آن را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد.

### ۱-۳. ضرورت استفاده از حق اختیار معامله<sup>۶</sup>

گرچه قراردادهای آتی یکسان توانسته است بر مشکلات موجود در قراردادهای آتی خاص فائق آید، این قراردادها هنوز در بعضی موارد نارسایی دارند. به طور مشخص دو نقیصه در قراردادهای آتی یکسان وجود دارد. نخست این که در این قراردادها با ثابت کردن قیمت در قرارداد می‌توان به پوشش ریسک تغییرات قیمت پرداخت؛ ولی از طرف دیگر، هیچ یک از دو طرف قرارداد نمی‌توانند از تغییرات قیمت در بازار منفعتی کسب کنند. دومین و مهم‌ترین نقیصه موجود در این قراردادها این است که نمی‌توان از آن‌ها برای مدیریت بدهی‌های اقتضایی<sup>۷</sup> استفاده کرد. منظور از بدهی‌های اقتضایی این است که بدهی‌های احتمالی برای شرکت وجود دارد؛ به طور مثال، چنان چه فلان واقعه احتمالی برای شرکت اتفاق افتد، بدهی‌های احتمالی نیز به وقوع خواهد پیوست. به عبارت دیگر، بدهی‌های اقتضایی شرایط تجاری هستند که با سطحی از نااطمینانی سروکار دارند. در دنیای پیچیده امروزی چنین شرایطی پیش پا افتاده و جزئی هستند و مدیریت آن‌ها فوق‌العاده اهمیت دارد. از طریق مثال می‌توان نشان داد که بدهی اقتضایی چگونه در دنیای تجارت پدید می‌آید؛ برای مثال یک شرکت ایرانی در تولید صنعتی اجرای یک دستگاه الکتریکی با پیشنهاد یک مناقصه بین‌المللی به وسیله یک دولت خارجی در عرضه این ابزار روبه‌رو شده است. فرض کنید پرداخت‌های دولت خارجی به صورت ارز خارجی خواهد بود و امروز، واپسین روز شرکت در مناقصه است و دولت خارجی نیز قدرت انتخاب از بین چندین پیشنهاد دهنده مناقصه را دارد. چنان چه شرکت ایرانی در مناقصه برنده شود، محصول را پنج ماهه (از امروز ۶ ماه است؛ ولی چون نتیجه مناقصه یک ماه بعد مشخص می‌شود، پنج ماهه تحویل می‌دهد) تسلیم می‌کند و دولت خارجی نیز بهای آن را در پایان پنج ماه به طور کامل خواهد پرداخت.

خط ذیل ترتیب زمانی وقایع را نشان می‌دهد.



«۵» روز شرکت در مناقصه است. «۱» یک ماه بعد و مشخص شدن نتیجه مناقصه، و «۶» شش ماه بعد هنگام تحویل محصول است. اگر شرکت ایرانی در مناقصه برنده شود، محصول را عرضه و مبلغ را پس از ۶ ماه دیگر دریافت خواهد داشت. در عرصه تجارت بین‌الملل، این عمل بسیار عادی است. پرواضح است که شرکت مذکور با نوعی ریسک مواجه می‌شود. اگر این شرکت انتخاب شود، چون مبلغ قرارداد به ارز خارجی پرداخت می‌شود، تغییرات نرخ ارز خارجی ممکن است باعث ایجاد زیان برای تولیدکننده شود. در این جا به طور کلی دو نوع عدم اطمینان وجود دارد:

اول، عدم اطمینان در باره تغییرات نرخ ارز؟

دوم، عدم اطمینان به برنده شدن در مناقصه.

چگونه یک نفر می‌تواند این مجموعه از ریسک‌ها را که از این به بعد به نام ریسک ترکیبی از آن نام می‌بریم، کنترل کند؟

فرض کنید اگر شرکت در جهت پوشش ریسک، هیچ اقدامی نکند، در صورت برنده شدن در مناقصه با ریسک ارزی روبه‌رو می‌شود و چنان چه در مناقصه برنده نشود، با چنین ریسکی روبه‌رو نخواهد شد. پرواضح است که شرکت نیاز دارد تا خود را در برابر ریسک ارز محافظت کند و بنا به ادله‌ای که ارائه خواهد شد، قراردادهای آتی ارزی مناسب پوشش ریسک نیست. در صورت استفاده از قراردادهای آتی، برای شرکت دو انتخاب وجود دارد:

۱. به صورت فروشنده، وارد قرارداد آتی ارزی شود و یک قرارداد آتی ۶ ماهه را امضا کند تا چنان چه در مناقصه برنده شود، ارز حاصل از مناقصه را با قیمت مشخص شده در قرارداد آتی ارزی پیشین به شخص دیگری واگذارد و بدین ترتیب، خود را در برابر نوسانات نرخ ارز مصون سازد و اگر پس از یک ماه مشخص شد که در مناقصه برنده نشده است می‌تواند این قرارداد را به شخص دیگری واگذارد.

۲. روش دوم این است که وی منتظر بماند تا یک ماه دیگر نتیجه مناقصه مشخص شود چنان چه در مناقصه برنده شد، باید یک قرارداد آتی ارزی پنج ماهه را امضا کند. در نگاه نخست ممکن است به نظر رسد که این روش مناسب است؛ ولی در عمل، هیچ‌یک از این راه‌ها مناسب

نیست. به منظور مدیریت چنین ریسک‌هایی حق اختیار معامله ابداع شد. حق اختیار معامله دو نوع است: حق اختیار خرید،<sup>۸</sup> و حق اختیار فروش.<sup>۹</sup> فروشنده حق اختیار خرید، این حق را به خریدار می‌فروشد که خریدار می‌تواند دارایی معینی را در سررسید معلوم یا پیش از آن به قیمت معلومی بخرد. این یک حق است، نه تعهد؛ بنابراین، فروشنده در ازای فروش این حق، مبلغی را تحت عنوان حق شرط<sup>۱۰</sup> از خریدار دریافت می‌دارد. فروشنده حق اختیار فروش این حق را به خریدار می‌فروشد که خریدار می‌تواند دارایی معینی را در سررسید معلوم یا پیش از آن به قیمت معلومی به فروشنده تحویل دهد. فروشنده مذکور در ازای فروش این حق، مبلغی را از خریدار تحت عنوان حق شرط دریافت می‌دارد. این نیز یک حق است، نه اجبار.

در سررسید حق اختیار معامله، چنان چه به صرفه باشد، دارنده اختیار معامله، این حق را اعمال می‌کند و در غیر این صورت منقضی می‌شود. از آن جا که این نوع معامله تعهد ایجاد نمی‌کند و انعطاف‌پذیری بالایی دارد، این نوع اختیار معامله بر قراردادهای آتی یکسان رجحان دارد. همان‌طور که بیان شد، حداکثر ضرری که ممکن است متوجه خریدار شود، همان حق شرطی است که وی به فروشنده می‌پردازد. این ضرر زمانی رخ می‌دهد که خریدار این حق را اعمال نکند. به جز در موارد پیشگفته، در سایر موارد از جمله روش‌های انجام معامله، مثل قراردادهای آتی است. هم‌اکنون معاملات حق اختیار معامله، نقش مهمی را در مدیریت ریسک به عهده دارند. پرسشی که در این جا مطرح می‌شود، این است که چگونه حق اختیار معامله در مدیریت ریسک‌های مذکور در مثال پیشگفته ایفای نقش می‌کند؟

شرکت ایرانی می‌تواند هنگام شرکت در این مناقصه، حق اختیار فروش ۶ ماهه ارز خارجی را بخرد. تعداد این قراردادها به اندازه آن بستگی دارد. مقدار این حق اختیار فروش درست به اندازه مقدار ارزی است که پس از ۶ ماه از مناقصه حاصل می‌شود. در این صورت، شرکت مذکور هر دو ریسک نامبرده را به طور کامل پوشش می‌دهد. دو ریسک مزبور، یکی تغییرات نرخ ارز و دیگری ریسک عدم پذیرش در مناقصه بود که بدین ترتیب پوشش داده می‌شود.

چنان چه شرکت در مناقصه برنده نشود، ضرری که از بابت خریداری حق اختیار فروش متوجه وی می‌شود، به اندازه همان پرداخت حق شرط است و اگر در مناقصه برنده شود نیز در صورتی که به نفع وی باشد می‌تواند این حق را اعمال کند. دلیل اصلی ایجاد حق اختیار معامله به سبب دو نقیصه موجود در قراردادهای آتی یکسان بود. نخست این که قراردادهای آتی، در بدهی‌های اقتضایی کارایی لازم را نداشتند و دوم این که چون قراردادهای آتی تعهد ایجاد می‌کنند، شخص از تفاوت قیمت‌ها نمی‌تواند سودی کسب کند و باید حتماً با قیمت مشخص

شده در قرارداد به تعهد خود عمل کند و اختیاری برای او وجود ندارد. در مثال پیشین نشان داده شد که چگونه حق اختیار معامله می‌تواند هنگام ایجاد بدهی‌های اقتضایی با هنگام وجود ریسک‌های ترکیبی نقش خود را ایفا کند. حق اختیار معامله همچنین با توجه به این که اختیار است، نه تعهد، به دارنده آن اختیار می‌دهد که چنان چه تغییرات قیمت‌ها به نفع دارنده حق باشد، این حق را اعمال کند. در مثال مذکور فرض کنید نرخ ارز خارجی در سررسید، از قیمت اعمال بیش‌تر باشد. شرکت مزبور حق اختیار فروش را اعمال نخواهد کرد؛ بلکه ارز حاصل را نقدی در بازار خواهد فروخت؛ بنابراین، زمانی که حق اختیار فروش خریداری می‌شود، شرکت مطمئن است که ارز حاصل از مناقصه را حداقل به قیمت قرارداد حق اختیار فروش خواهد فروخت؛ اما اگر تغییرات نرخ ارز مطلوب باشد، ارز حاصل را با قیمت بالاتری خواهد فروخت و سود بیش‌تری کسب خواهد کرد. به طور خلاصه، خرید حق اختیار معامله فروش زمانی مفید است که بخواهیم از افت قیمت‌ها مصون بمانیم؛ اما اگر قیمت‌ها بالا روند، شرکت سود خواهد برد و خرید حق اختیار معامله خرید، زمانی سودمند است که بخواهیم از افزایش قیمت‌ها مصون بمانیم؛ اما اگر قیمت‌ها پایین بروند نیز شرکت سود خواهد برد.

#### ۱-۴. بازیگران عمده در بازار اوراق مشتقه

مانند سایر بازارهای مالی، هزاران معامله‌کننده و مؤسسه در بازارهای اوراق مشتقه به فعالیت مشغولند. این بازیگران و معامله‌گران در سه دسته کلی طبقه‌بندی می‌شوند که عبارتند از:

۱. پوشش‌دهندگان ریسک؛<sup>۱۱</sup>
۲. آربیتراژیست‌ها؛<sup>۱۲</sup>
۳. بورس‌بازان.<sup>۱۳</sup>

در بحث‌های پیشین، کشاورز کاکائو و خریدار بالقوه محصول، در پی پوشش ریسک بودند. شرکت ایرانی شرکت‌کننده در مناقصه نیز به دنبال پوشش ریسک بود و در نتیجه، از ابراز مشتقه برای کنترل ریسک استفاده می‌کردند. دسته دوم از بازیگران در بازارهای مشتقه، آربیتراژیست‌ها هستند. آربیتراژ، فرایندی است که آربیتراژیست از تفاوت قیمت در بازارها استفاده می‌کند. آنان قیمت‌های اوراق مشتقه را زیر نظر دارند و از تفاوت قیمت اوراق مشتقه یک‌سان در بازارهای گوناگون سود می‌جویند بدین ترتیب که دارایی را با قیمت معینی در یک بازار خریداری می‌کنند و همان دارایی را در بازار دیگری با قیمت بالاتری می‌فروشند. از زمانی که بازارهای مالی به وسیله شبکه‌های کامپیوتری به همدیگر وصل شده است و اطلاعات به سهولت در جریان است، فعالیت آربیتراژی کم‌رونق شده، چون فرصت‌های آربیتراژی از بین



رفته است. افزون بر موارد پیشین، به جای این که ما فقط به تغییرات قیمت یک دارایی در بازارهای گوناگون بنگریم، آربیتراژیست‌ها می‌توانند همچنین از تفاوت قیمت محصولات گوناگون بازارهای مشتقه از جمله از تفاوت قیمت بین بازار آتی و آتی یا بازار قراردادهای آتی و حق اختیار معامله یا هر سه بازار با همدیگر منفعت کسب کنند. سرمایه‌گذاری آنان بدون ریسک است. این نوع از تصمیم‌های آربیتراژی به تخصص در زمینه تکنیک‌های مهندسی مالی نیاز دارد.

دسته سوم بازیگران در بازار اوراق مشتقه، بورس‌بازان هستند. همان‌طور که از اسم آن پیداست، آنان فقط به بورس بازی می‌پردازند؛ به طور مثال اگر بورس باز انتظار دارد ارزش یک دارایی در آینده کاهش یابد، به فروش ابزار مشتقه اقدام می‌کند. چنان‌چه پیش‌بینی وی درست باشد، از این محل سود خواهد برد و اگر قیمت بالا برود، وی ضرر خواهد کرد. بورس‌بازان خود را در بازار در معرض ریسک قرار می‌دهند و امیدوارند با قبول آن ریسک، سود کسب کنند. با بیان پیشین، باید اظهار داشت که اگر اوراق بهادار مشتقه به صورت ابزاری برای پوشش ریسک به کار روند، بی‌شک مفید است. این اوراق از طریق برنامه‌ریزی بهتر امور تجاری، کاهش تغییرات ناگهانی در قیمت محصولات و کاهش هزینه‌ها، برای جامعه منفعت عقلانی ایجاد می‌کند. بورس‌بازان، زمانی که تولیدکنندگان به دنبال کاهش ریسک باشند می‌توانند منفعت بیش‌تری کسب کنند. آربیتراژیست‌ها با به کار بردن تخصص خویش کاری می‌کنند که قیمت‌ها در بازارهای آتی و آتی در اختیار معامله، تفاوت بسیاری با هم نداشته باشد؛ زیرا این عملیات باعث آشکار شدن بهتر فرایند قیمت‌ها می‌شود؛ به طور مثال، عملیات آربیتراژی در سطح بازارهای بین‌المللی باعث می‌شود که تولیدکنندگان دارای کارایی و بهره‌وری پایین، برای بقا در بازار رقابت به افزایش کارایی عملیات خویش بپردازند. آربیتراژ همچنین کمک می‌کند تا آثار منفی قوانین و مقررات زاید دولتی از بین برود. عملیات بورس بازی بیش‌تر به جای این که کمک کند، به بازار لطمه وارد می‌آورد؛ البته به رغم آثار مخرب، دارای فوایدی نیز هست که عبارتند از:

۱. به افزایش حجم مبادلات کمک می‌کند. این عمل خود دارای دو خاصیت عمده است: ا. افزایش حجم مبادلات، هزینه‌های مبادلات را کاهش می‌دهد؛ ب. نقدینگی اوراق را افزایش می‌دهد و در نتیجه، بازارها عمیق‌تر شده و ریسک‌های اجرایی را کاهش می‌دهد.
۲. پوشش دهندگان ریسک کسانی را دارند که ریسک را می‌پذیرند و آنان همان بورس‌بازانند.

به رغم این مسائل، مشکل است که بورس بازی را مفید دانست. تاکنون قوانین موجود نتوانسته است از عملیات بورس بازی جلوگیری کند.

## ۲. آرای عالمان (اهل تسنن)<sup>۱۴</sup> دربارهٔ ابزار اوراق مشتقه

در این قسمت می‌کوشیم به بیان آرای عالمان اسلامی دربارهٔ قراردادهای آتی یک‌سان و حق اختیار معامله اشاره کنیم. همان طور که پیش‌تر اشاره شد، عمدهٔ کار موجود در این زمینه در حوزهٔ حقوقی انجام شده است؛ در نتیجه، آرای فقیهان اسلامی در این زمینه گوناگون است. دربارهٔ حق اختیار معامله به طور مثال بعضی از فقیهان، اعتبار آن را تحت عنوان فقهی «الخيارات» بررسی کرده، و بعضی دیگر، تحت عنوان «بیع العربون» به مطالعه آن پرداخته‌اند.

### ۲-۱. آرای موجود دربارهٔ حق اختیار معامله

تعدادی از عالمان از جمله احمد محیی‌الدین حسن و ابوسلیمان به حق اختیار معامله ایراد وارد کرده‌اند. هر کدام به ادلهٔ گوناگونی با آن مخالفت کرده‌اند. احمد محیی‌الدین حسن دو ایراد به آن وارد می‌کند:

۱. سررسید بیش از سه روز تحت عنوان فقهی خیار شرط، غیر قابل قبول است؛

۲. خریداران حق اختیار معامله، سود بیش‌تری از فروشندگان آن می‌برند و این ستم است و اسلام با ستم مخالف است.

ابوسلیمان، عضو آکادمی فقه جده می‌گوید: حق اختیار معامله قابل قبول است وقتی که تحت عنوان فقهی بیع العربون قرار می‌گیرد؛ اما اگر از دارایی اساسی پشتوانهٔ آن خارج شود و فروشنده از فروش حق اختیار معامله درآمدی کسب کند، غیر قابل قبول است؛ البته شایان ذکر است که بعضی عالمان، اصل بیع العربون را نمی‌پذیرند.

غرر، اشکال دیگری است که بر حق اختیار معامله وارد است. از آن جا که اختیار معامله به نوعی غرر منتهی می‌شود و از طرف دیگر به صورت ابزاری برای بورس‌بازی مورد استفاده قرار می‌گیرد، رد می‌شود. دربارهٔ غرر اجماع روی معنای مشخصی وجود ندارد. غرر، نتیجهٔ جهل است. غرر در اثر کمبود اطلاعات و عدم شفافیت اطلاعات ایجاد می‌شود. بعضی عالمان معتقدند: بازارهای مدرن این معاملات، با توجه به وجود قراردادهای استاندارد و وجود کنترل دیگر، غرر را منتفی ساخته است. از طرف دیگر، این دیدگاه رد می‌شود که هیچ تحویل فیزیکی صورت نمی‌گیرد و فقط یک توافق صورت می‌گیرد. افزون بر این، تغییر در ارزش اختیار معامله به تغییر در ارزش دارایی اساسی پشتوانه آن بستگی دارد و این تغییرات تصادفی نیستند.

## ۲-۲. آرای موجود دربارهٔ قراردادهای آتی یکسان

در ارزیابی اعتبار قراردادهای آتی در نظام مالی اسلام، بین صاحب‌نظران اتفاق نظر وجود ندارد. مفتی تقی عثمانی، یکی از صاحب‌نظران در این زمینه معتقد است: این قراردادها به دو دلیل معتبر نیستند: ۱. یک قاعدهٔ اصلی در اسلام وجود دارد و آن این است که ثمن و مضمن نمی‌توانند هر دو مؤجّل باشند؛ بنابراین، معاملات قراردادهای آتی خاص و یکسان در شریعت اسلامی معتبر نیستند. ۲. در این قراردادها، تحویل کالای مورد معامله در قرارداد مورد نظر نیست. در اغلب موارد این قراردادها بدون انجام معامله‌ای پایان می‌پذیرد و فقط با عملیات بورس بازی از تفاوت قیمت‌ها سود می‌برند که این نیز در شریعت مقدّس اسلام حرام است.

فهییم‌خان، یکی دیگر از صاحب‌نظران در این زمینه بیان می‌دارد: باید در نظر داشته باشیم که قراردادهای آتی مدرن، مورد نهی صریح پیامبر اسلام است.

قراردادهای آتی در بازارهای آتی مدرن، پدیدهٔ جدیدی است که از اواسط دههٔ ۱۹۷۰ آغاز شده است. این قراردادها پدید آمدند تا فعالیت‌های بورس بازی را افزایش دهند. وی می‌افزاید: فلسفهٔ اصلی ایجاد این قراردادها پوشش ریسک به وسیلهٔ کشاورزان بوده است؛ در حالی که امروزه کشاورزان نمی‌توانند با بورس بازان حرفه‌ای در بازار رقابت کنند؛ بدین سبب عمدهٔ بازیگران در این بازار، بورس بازان هستند و این انحراف از فلسفهٔ اصلی ایجاد این بازارها است. این که بعضی‌ها بازارهای آتی را از آتی جدا می‌دانند، اصولاً نادرست است؛ زیرا از زمانی که فعالیت‌های آربیتراژی در بازار انجام می‌شود، این بازارها را به هم متصل کرده است. وقتی قیمت‌ها به نحوی است که می‌توان آن‌ها را در امتداد یک خط قرارداد به طوری که آربیتراژیست‌ها با به کار بردن تخصص حرفه‌ای طوری عمل می‌کنند که همیشه آنان در بازار سود می‌برند و یک طرف نیز همیشه ضرر می‌کند، در این صورت، حجم معاملات به شدت کاهش می‌یابد؛ در نتیجه کشاورز تصمیم می‌گیرد از این ابزار استفاده نکند.

## نتیجه‌گیری

۱. اتفاق نظر کاملی بین فقیهان دربارهٔ ابزار مشتقه وجود ندارد؛ اما همگی بر این نظر متفقند که این ابزار با موازین شرعی مخالفت دارد.
۲. زمانی که فقیهان از این ابزارها صحبت می‌کنند، از دیدگاه‌های گوناگونی به این ابزار ایراد وارد می‌کنند. عمدهٔ ایرادهای وارد بر اساس تفسیرهای شخصی از شریعت و این ابزارها صورت می‌گیرد.

## پی نوشت‌ها:

1. Derivatives.
2. Forward Contracts.
3. Futures contracts.
۴. Liquidity.
5. Initial Margin.
6. Option Contracts.
7. Contingent Liabilities.
8. Call option.
9. put option.
10. premium.
11. Hedgers.
12. Arbitragists.
13. Speculators.



مرکز تحقیقات کامپیوتر علوم اسلامی

۱۴. منبع شماره یک.

فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی / سال سوم / شماره ۹

## منابع و مأخذ

1. Obiyathullah, Ismath, ``Derivative Instruments and Islamic Finance``, International Journal of Islamic Financial Services, Vol. 1, No 1, 1991.
2. Dubofsky, D, ``Options and Financial Futures``, MC Graw - Hill, 1992.
3. Hull, J, ``Options, Futures and the Other Derivative Securities``, Perntice - Hall, 1993.
4. Campbell, T and kracaw, W, ``Financial Risk Managenet, ``Harper Collins College Publishers, 1993.