

بازار سرمایه اسلامی

آ تمدن



سال دوازدهم / شماره سی و چهارم / پائیز و زمستان ۱۴۰۲



پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در
بازار سرمایه اسلامی



ای کسانی که ایمان آورده‌اید!
اموال یکدیگر را به باطل
(و از طرق نامشروع) نخورید
مگر اینکه تجارتی
بارضایت شما انجام گیرد.

ترجمه آیه ۲۹ سوره نساء



سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
اداره مطالعات مالی اسلامی

بولتن بازار سرمایه اسلامی

سال دوازدهم / شماره سی و چهارم / پائیز و زمستان ۱۴۰۲

موضوع این شماره:

پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در بازار سرمایه اسلامی

پدید آورندگان:

محمدرضا سیمپاری / محسن یآوری / رضا میرزاخانی / مجید پیره
(اداره مطالعات مالی اسلامی)

فهرست:

● مقدمه/۲

- اهمیت وجود ابزار پوشش ریسک نرخ سود/۴
- آتی سبد اسناد خزانه اسلامی به عنوان ابزار پوشش ریسک نرخ سود/۵
- تاریخچه پوشش ریسک نرخ سود/۵
- کاربردهای آتی سبد اسناد خزانه اسلامی در پوشش ریسک نرخ سود و مدیریت سبد/۶
- مروری بر نظرات موافقان و مخالفان قرارداد آتی از منظر ملاحظات فقهی/۸
- الزامات تصحیح قراردادهای آتی/۱۱
- مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی/۱۲
- قدرت بر تسلیم مبیع در متون فقهی/۱۳
- دلایل فقهی اعتبار قدرت بر تسلیم/۱۴
- ضوابط حاکم بر اعتبار قدرت بر تسلیم/۱۶
- سازوکار ضابطه‌مند کردن قابلیت تحویل در قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی/۱۸

مقدمه

از ریسک‌ها وجود دارد که می‌توانند بر اقدامات و نتایج آنها تأثیر بگذارند. برخی از این انواع ریسک‌ها عبارتند از:

- ۱. ریسک بازار:** این نوع ریسک به نوسانات قیمت‌ها و ارزش دارایی‌ها در بازارهای مالی اشاره دارد و شامل ریسک ناشی از تغییرات نرخ ارز، نرخ سود، قیمت سهام و سایر ارزش‌های مالی می‌شود.
- ۲. ریسک اعتباری:** این نوع ریسک به عدم پرداخت بدهی‌ها و عدم توانایی ناشر اوراق در پرداخت

پوشش ریسک از مفاهیمی است که در بازارهای مالی کاربرد عمده‌ای دارد و فعالان این بازارها با استفاده از انواع روش‌های آن، سعی می‌کنند به مدیریت این مخاطرات بالقوه بپردازند. به صورت خلاصه، پوشش ریسک مجموعه‌ای از فعالیت‌ها و روش‌هایی است که برای کاهش یا مدیریت ریسک‌های مختلف در ارتباط با یک فعالیت مشخص یا در سطح یک نهاد مالی انجام می‌شود. مراحل پوشش ریسک را می‌توان به صورت خلاصه به این شرح برشمرد:

۱. شناسایی ریسک: در این مرحله، ریسک‌های مختلفی که ممکن است بر فعالیت یا سازمان تأثیر بگذارند، شناسایی می‌شوند.

۲. ارزیابی ریسک: پس از شناسایی ریسک‌ها، ارزش‌های مختلف مربوط به هر ریسک ارزیابی می‌شوند. این مرحله، شامل ارزیابی احتمال وقوع ریسک و همچنین سطح تأثیر بالقوه آن بر فعالیت یا سازمان است.

۳. کنترل ریسک: در این مرحله، راه‌های مختلف برای کاهش یا مدیریت ریسک‌ها شناسایی می‌شوند و اقدامات مناسب برای کاهش تأثیر ریسک‌ها انجام می‌شود.

۴. پایش و بازبینی: پس از اجرای اقدامات کنترل ریسک، فرایند باید پایش شود تا اطمینان حاصل شود که روش‌های مدیریت ریسک به درستی عمل می‌کنند و همچنین بررسی شود که آیا ریسک‌های جدیدی ظاهر شده است یا خیر.

در بازارهای مالی، انواع مختلفی





با موازین شریعت می‌شود. برای پوشش این ریسک، در بازارهای سرمایه بین‌المللی، از انواع مشتقات نرخ بهره استفاده می‌شود ولی در بازارهای سرمایه اسلامی، استفاده از آنها به دلیل وجود ملاحظات فقهی با محدودیت مواجه است.

بر این مبنا، موضوع پوشش ریسک نرخ سود در بازار سرمایه ایران در سال‌های اخیر مطرح شده و همچنین ابزارهایی برای این مهم طراحی شده است. بولتن حاضر به تبیین سازوکار پوشش ریسک با تأکید بر ریسک نوسانات نرخ سود می‌پردازد. موضوع پوشش ریسک نرخ سود، در جلسه ۲۷۶ کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار که در مهر ۱۴۰۲ برگزار شد، مطرح شد و با رعایت ملاحظات و ضوابطی به تصویب این کمیته رسید. برای تشریح انواع ابعاد پوشش ریسک نوسانات نرخ سود، بولتن حاضر سعی می‌کند به زوایای اجرایی و فقهی این موضوع بپردازد.

شایان ذکر است، در زمان انتشار این بولتن، بازار سرمایه اسلامی در ایران شاهد عملیاتی شدن سازوکارهای مختلف پوشش ریسک از طریق محصولات هم چون قراردادهای آتی مبتنی بر انواع دارایی‌های پایه همچون شمش طلا، زیره، زعفران، تک سهم، سکه تمام بهار آزادی و سایر محصولات بوده است اما متأسفانه، هنوز ابزار مالی مشخصی که با شریعت اسلامی منطبق باشد در خصوص پوشش ریسک نوسانات نرخ سود ارائه نشده است.

امید است ان شاء الله این بولتن، بتواند در زمینه توسعه ابزارهای پوشش ریسک در بازار سرمایه نقش‌آفرینی کند. از مخاطبین ارجمند، به خصوص اساتید و خبرگان در حوزه بازارهای مالی اسلامی دعوت می‌شود نظرات ارزشمند خود را در اختیار اداره مطالعات مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار از طریق شماره تماس ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۵۸ یا رایانامه icm@seo.ir ارسال فرمایند.

بدهی‌ها اشاره دارد.

۳. ریسک نرخ سود (بهره): این ریسک به تغییرات در نرخ‌های سود (بهره) در بازار و تأثیر آن بر ارزش سبد دارایی‌های مالی اشاره دارد.

۴. ریسک ارز: این ریسک به نوسانات در ارزش ارزها و تأثیر آن بر ارزش سبد دارایی‌های مرتبط با ارز می‌پردازد.

۵. ریسک قوانین و مقررات: این نوع ریسک مربوط به تغییرات در قوانین و مقررات مالی و تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری‌ها و معاملات است.

در این راستا، همان گونه که در بازارهای مالی بین‌المللی، تغییرات نرخ‌های بهره اثر مستقیمی بر ارزش سبد دارایی‌های مالی دارد، در بازارهای سرمایه اسلامی نیز تغییرات احتمالی در نرخ‌های سود، باعث ایجاد نوسان در ارزش دارایی‌های مالی منطبق





اهمیت وجود ابزار پوشش ریسک نرخ سود

از پرداخت وام یا پذیره نویسی اوراق، بانکها و تأمین سرمایه‌ها هزینه ریسک افزایش احتمالی نرخ سود در آینده را با افزایش نرخ سود وام و اوراق و همچنین کاهش پذیرش درخواست‌های وام و انتشار اوراق، به کسب‌وکارها تحمیل خواهند کرد. همچنین این مسئله می‌تواند خود را در فاصله زیاد بین نرخ سود وام و انتشار اوراق با نرخ سود سپرده بانکی و صندوق‌های با درآمد ثابت نشان می‌دهد؛ هزینه‌ای که نهایتاً توسط کسب‌وکارها پرداخت می‌شود. متقابلاً با کاهش نرخ بهره، بازارگردانی که بخشی از اوراق با درآمد ثابت خود را عرضه نموده دچار زیان می‌شود. از طرف دیگر با افزایش تورم و انتظارات تورمی نرخ بازده مورد درخواست ابزارهای مالی با درآمد ثابت افزایش یافته و این موضوع، موجب کاهش ارزش این دارایی‌ها و زیان سرمایه‌گذاران می‌گردد. بازده مورد درخواست اوراق با درآمد ثابت از عدم اطمینان از ثبات تورم، سیکل‌های تجاری، ریسک‌های اعتباری، عرضه و تقاضای بازار و نقدشوندگی نیز تاثیر می‌پذیرد. هر یک از عوامل مذکور با تغییر بازده مورد درخواست اوراق با درآمد ثابت، موجب تحمیل ریسک به بازارهای مالی و افزایش هزینه‌های تأمین مالی می‌شوند.

بنا بر موارد مذکور وجود سازوکار و ابزاری کارآمد جهت پوشش ریسک نرخ بهره موجب کاهش هزینه تأمین مالی، ثبات ارزش خالص دارایی‌ها در صندوق‌های درآمد ثابت و رونق کسب‌وکار در فعالیت‌های بازارگردانی خواهد شد.

تأمین مالی به صرفه، پایدار و کافی از بایسته‌های ثبات اقتصادی و ادامه فعالیت کسب‌وکارها است. نرخ‌های بالا در تأمین مالی منجر به افزایش هزینه‌های کسب‌وکارها و شرکت‌ها و در نتیجه کاهش انگیزه بخش مولد اقتصاد و صرف نظر از فعالیت‌های تولیدی می‌گردد. پاسخ ندادن به نیازهای تأمین مالی کسب‌وکارها، علاوه بر کاهش سرمایه‌گذاری‌های ثابت، منجر به کمبود سرمایه در گردش و کاهش فعالیت‌های آنها نیز خواهد شد. همچنین تداوم نداشتن تأمین مالی، بر اثر نوسانات نرخ سود و سیاست‌های پولی انقباضی نیز منجر به کاهش فعالیت‌های تجاری و رکود می‌گردد.

از طرف دیگر، نوسانات نرخ سود موجب افزایش ریسک تأمین مالی و در پی آن، افزایش هزینه تأمین مالی از بخش بانکی و بازار سرمایه می‌شود. بانک‌ها و تأمین سرمایه‌ها برای تأمین مالی مشتریان (کسب‌وکارها و شرکت‌ها) در قالب وام و تعهد پذیره نویسی اوراق با درآمد ثابت، باید قسمتی از مبلغ وام را به ترتیب به منظور حفظ کفایت سرمایه و خرید اوراق در پذیره نویسی، از طریق دریافت سپرده یا جذب منابع صندوق‌های درآمد ثابت جمع‌آوری کنند. در صورت افزایش نرخ سود پس از پرداخت وام یا تعهد پذیره نویسی، نرخ جذب منابع برای بانک‌ها و تأمین سرمایه‌ها نسبت به گذشته افزایش می‌یابد؛ این موضوع کسب‌وکار آنها را با چالش مواجه می‌کند. در صورت نبود سازوکاری جهت پوشش ریسک افزایش نرخ سود، پس



آتی سبد اسناد خزانه اسلامی به عنوان ابزار پوشش ریسک نرخ سود

سرمایه، به نظر می‌رسد سبد اسناد خزانه اسلامی (اخزا) ابزاری پرمعامله خواهد بود. همچنین به نظر می‌رسد به دلیل حجم بالای وام‌ها، سپرده‌های بانک‌ها و اوراق با درآمد ثابت موجود در بازار سرمایه ایران بازار سبد اخزا از عمق نسبی قابل قبول برخوردار خواهد بود. اهمیت نرخ سود برای مشارکت‌کنندگان و ریسک سیستماتیک حاصل از عدم پوشش ریسک نرخ سود، نشان از اهمیت آتی سبد اخزا برای بازار پول و سرمایه دارد.

آتی سبد اسناد خزانه اسلامی ابزاری کارا جهت پوشش ریسک نرخ سود در نهادهای مالی است. ریسک نرخ سود حاصل از عملیات وام‌دهی و جذب سپرده در بانک‌های تجاری، ریسک نرخ سود در پذیره‌نویسی اوراق با درآمد ثابت و ریسک نرخ سود در صندوق‌های با درآمد ثابت از نمونه ریسک‌هایی هستند که با استفاده از آتی سبد اسناد خزانه اسلامی قابل پوشش هستند. با توجه به کاربردهای مذکور در صنعت بانکی و بازار



تاریخچه پوشش ریسک نرخ سود



تا پیش از سال ۱۹۷۰ پوشش ریسک نرخ بهره عمدتاً از طریق مدیریت دارایی- بدهی (ALM)^۱ صورت می‌گرفت و ابزارهای مشتقه به ندرت مورد استفاده قرار می‌گرفتند. در دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰ ابزارهای مشتقه به سرعت توسعه یافتند. در سال ۱۹۸۲ اولین سوآپ نرخ بهره توسط Sallie Mae اجرا شد و به عنوان ابزاری کارآمد در پوشش ریسک نرخ بهره مورد استقبال قرار گرفت و به سرعت توسعه یافت. عوامل مختلفی در سرعت دادن به

توسعه ابزارهای پوشش ریسک نقش داشتند. افزایش شدید نرخ بهره در سال‌های ۱۹۷۹-۱۹۸۰ توسط فدرال رزرو جهت مقابله با تورم، باعث نوسانات شدید و عدم اطمینان در بازارها شد. توسعه و نوآوری در ابزارهای مالی مانند آتی نرخ بهره، اختیارها و سوآپ امکان پوشش ریسک نرخ بهره را به سادگی میسر کردند. همچنین بحران‌های مالی ۱۹۹۷-۱۹۹۸، ۲۰۰۷-۲۰۰۹ و ۲۰۲۰-۲۰۲۱ همگی اهمیت به کار گرفتن ابزارهای پوشش ریسک نرخ بهره را اثبات کرده و موجب توسعه استفاده از این ابزارها شدند.

1. Asset-Liability Management (ALM)



کاربردهای آتی سبد اسناد خزانه اسلامی (اخزا) در پوشش ریسک نرخ سود و مدیریت سبد

دو کاربرد عمده را برای آتی سبد اسناد خزانه اسلامی (اخزا) می‌توان در نظر گرفت:

۱. پوشش ریسک نرخ سود؛

۲. کسب سود از تغییرات نرخ سود در بازارهای مالی. وجود نداشتن ابزاری برای پوشش ریسک تغییرات نرخ سود، یکی از موانع توسعه و تعمیق بازار صکوک است. عمده‌بازگران آتی اوراق با درآمد ثابت در کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه بازارگردان‌ها، متعهدین پذیره‌نویسی، بانک‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند. ریسک نرخ سود حاصل از عملیات وام‌دهی و جذب سپرده در بانک‌های تجاری، ریسک نرخ سود در پذیره‌نویسی اوراق با درآمد ثابت و ریسک نرخ سود در صندوق‌های با درآمد ثابت از نمونه ریسک‌هایی هستند که با استفاده از آتی سبد اخزا قابل پوشش هستند. اهمیت نرخ سود برای مشارکت‌کنندگان و ریسک سیستماتیک حاصل از عدم پوشش ریسک نرخ سود، نشان از اهمیت و ضرورت وجود این ابزار برای بازار پول و بازار سرمایه دارد. در این راستا، می‌توان حوزه‌هایی را که از پوشش ریسک نوسانات نرخ سود منتفع می‌شوند به این شرح برشمرد:

تأمین وجوه به‌منظور حفظ کفایت سرمایه خود، باید سود بیشتری جهت حفظ سپرده‌ها و جذب سپرده‌های جدید پرداخت نماید؛ این پدیده موجب زیان بانک و در معرض خطر قرار گرفتن کفایت سرمایه آن می‌شود.

بانک با گرفتن موقعیت فروش در سبد اخزا به میزان تفاوت دیرش تسهیلات و سپرده‌ها، این ریسک را پوشش می‌دهد. در این حالت افزایش نرخ سود، موجب کاهش ارزش سبد اخزا می‌شود و دارنده موقعیت فروش با قیمت کمتر سبد اخزا را تهیه می‌کند و با قیمت بالاتری که قبلاً در قرارداد آتی تعیین شده، به دارنده موقعیت خرید تحویل می‌دهد. بنابراین دارنده موقعیت فروش، سود کسب می‌کند و سود حاصل از موقعیت فروش در سبد اخزا، زیان حاصل از افزایش نرخ سود سپرده را پوشش خواهد داد. پوشش ریسک تغییرات نرخ سود موجب کاهش ریسک عملیات بانکی می‌شود و به نظر می‌رسد در جهت کاهش هزینه تأمین مالی نیز می‌تواند مفید باشد. علاوه بر آن، ریسک سیستماتیک زیان نظام بانکی بر اثر تغییرات نرخ سود بانکی و بین بانکی را کاهش می‌یابد.

۲. مدیریت ریسک متعهدین پذیره‌نویسی و بازارگردان‌ها

متعهدین پذیره‌نویسی می‌توانند با گرفتن موقعیت در آتی سبد اخزا به میزانی که دیرش تعهدات حذف گردد، ریسک خود را پوشش دهند. ریسک بازارگردان‌ها از طریق گرفتن موقعیت معکوس معاملات نقدی در بازار آتی سبد اخزا پوشش داده می‌شود. به عنوان مثال وقتی اوراقی توسط بازارگردان فروخته می‌شود، در صورت کاهش نرخ سود، قیمت ورقه فروخته شده افزایش خواهد یافت و بازارگردان باید با قیمت بالاتر ورقه فروخته شده را جایگزین نماید. حال اگر بازارگردان همزمان با فروش ورقه، در آتی سبد اخزا موقعیت خرید بگیرد، در صورت کاهش نرخ سود، ارزش سبد اخزا افزایش یافته و در نتیجه موقعیت خرید، سود می‌کند؛ سود حاصل از این موقعیت خرید باعث می‌شود زیانی که بابت خرید ورقه‌ای به قیمت

۱. مدیریت ریسک در کسب و کار بانک‌ها

مدل کسب و کار بانک‌های تجاری به صورت ساده چنین بیان می‌شود که بانک‌ها با دریافت سپرده و پرداخت تسهیلات منتفع می‌شوند. نرخ سودی که بانک‌ها از محل اعطای تسهیلات دریافت می‌کنند، از نرخ سودی که به سپرده‌ها پرداخت می‌کنند، بیشتر است. در صورت تغییر نرخ سود سپرده‌ها (که در کشور ما به صورت دستوری انجام می‌شود) امکان تغییر در نرخ سود تسهیلات وجود ندارد (مگر با اجازه نهاد تنظیم‌گر و به صورت دستوری)؛ اما سپرده‌گذاران می‌توانند سپرده‌های خود را طلب نمایند و بانک برای جذب سپرده ناچار به پرداخت نرخ سود جدید (با نرخ بالاتر به نسبت گذشته) می‌شود. در صورتی که نرخ سود سپرده‌ها افزایش یابد، بانک جهت



سرمایه‌گذاری صندوق نیز کاهش می‌یابد و این یعنی ضرر سرمایه‌گذاران. اگرچه با افزایش نرخ سود، سودآوری آتی صندوق افزایش خواهد یافت، اما در کوتاه‌مدت به دلیل ابطال و فروش بخشی از دارایی (با قیمت پایین‌تر نسبت به پیش از افزایش نرخ سود)، مقداری زیان به صندوق وارد می‌شود و در نتیجه سودآوری آن کاهش می‌یابد.

در صورت کاهش نرخ سود، NAV صندوق‌ها افزایش می‌یابد ولی بازدهی آتی صندوق کاهش خواهد یافت؛ کاهش بازدهی آتی منجر به کاهش توان صندوق در پرداخت سود به سرمایه‌گذاران در آینده می‌شود.

نوسانات نرخ سود منجر به نوسان در بازدهی و افزایش ریسک صندوق‌های درآمد ثابت می‌شود. نوسان در بازدهی صندوق‌های درآمد ثابت با ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها در تعارض است؛ زیرا اشخاصی که در صندوق‌های با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌کنند، ریسک‌گریز هستند؛ در نتیجه با افزایش نوسانات در بازدهی صندوق‌های با درآمد ثابت، این صندوق‌ها جذابیتشان را برای مشتریان اصلی خود از دست خواهند داد. آتی سبد اخزا به خوبی می‌تواند جهت هموارسازی بازدهی و NAV در این صندوق‌ها مورد استفاده قرار گیرد.

۴. تغییر ترکیب پرتفو با آتی سبد اخزا

با استفاده از آتی شاخص سهام و آتی سبد اخزا می‌توان ترکیب پرتفوی متشکل از سهام و اوراق با درآمد ثابت را تغییر داد. استفاده از آتی شاخص به جای معامله مستقیم دارایی پایه جهت تغییر ترکیب پرتفو، باعث کاهش هزینه معاملاتی شده و تغییر ترکیب پرتفو را تسهیل می‌کند. علاوه بر این، امکان افزایش اهرم پرتفو نیز میسر می‌شود. این کار با تغییر دیرش اوراق با درآمد ثابت و تغییر بتای سهام موجود در پرتفو با استفاده از آتی سبد اخزا و آتی شاخص سهام صورت می‌گیرد. استفاده از آتی شاخص موجب تغییر در بتای پرتفو (حساسیت بازده پرتفو به بازدهی شاخص بورس) و استفاده از آتی سبد اخزا موجب تغییر در دیرش پرتفو (حساسیت ارزش پرتفو به تغییر نرخ سود) می‌شود. از این طریق می‌توان ریسک سرمایه‌گذاری را نیز مدیریت کرد.



بالا تر به صندوق تحمیل شده است، جبران می‌شود. افزایش نرخ سود باعث می‌شود پذیره‌نویسی که با نرخی معین (قیمت معین) متعهد به خرید اوراق شده است، ضرر کند؛ زیرا در صورت افزایش نرخ سود، قیمت اوراق مورد تعهد کاهش خواهد یافت. پذیره‌نویس می‌تواند با گرفتن موقعیت فروش در سبد اخزا این ریسک را پوشش دهد. در این حالت، سود موقعیت فروش در آتی سبد اخزا که بر اثر افزایش نرخ سود پدید آمده است، زیان خرید اوراق با نرخ پائین (قیمت بالا) مورد تعهد را پوشش خواهد داد.

مدیریت ریسک پذیره‌نویسی موجب کاهش ریسک عملیات پذیره‌نویسی و تسهیل تأمین مالی از طریق اوراق با درآمد ثابت خواهد شد. بازارگردان‌ها با استفاده از آتی سبد اخزا، موقعیت‌های خود را می‌بندند و از ریسک نوسانات بازار اجتناب می‌کنند؛ به این ترتیب ریسک و در پی آن هزینه‌های بازارگردانی کاهش می‌یابد و راه توسعه این کسب‌وکار هموار می‌شود.

۳. مدیریت ریسک صندوق‌های با درآمد ثابت

با افزایش نرخ سود و بالتبع آن کاهش قیمت اوراق، NAV صندوق‌های درآمد ثابت کاهش می‌یابد. در این صورت اگر صندوق‌های با درآمد ثابت برای پرداخت سود به دارندگان واحدهای خود، ناچار شوند بخشی از دارایی‌های خود را با قیمت‌های جدید کاهش یافته بفروشند، متضرر می‌شوند و در نتیجه ارزش واحدهای

۱. به عنوان مثال هنگامی که بازارگردان اوراق با درآمد ثابت را در بازار نقدی می‌فروشد، به همان میزان در آتی سبد اخزا موقعیت خرید می‌گیرد. در این حالت اگر بر اثر کاهش نرخ‌ها در بازار، قیمت اوراق فروخته شده افزایش یابد و بازارگردان برای جایگزینی آن مجبور به پرداخت مبلغ بیشتر شود، زیان حاصله با سود موقعیت خرید در آتی سبد اخزا جبران می‌شود.



مروری بر نظرات موافقان و مخالفان قرارداد آتی از منظر ملاحظات فقهی

در مورد قراردادهای آتی از منظر شرعی، دیدگاه‌های متفاوتی در دنیا وجود دارد. از طرفی، دیدگاهی وجود دارد که این قراردادها را از نظر شرعی معتبر ندانسته و آنها را شامل ممنوعیت‌های ربا، غرر، میسر (قمار) و اهداف سفته‌بازانه می‌دانند. بنابر این دیدگاه، برای مسلمانان شرعاً جایز نیست از قراردادهای آتی به‌منظور پوشش ریسک استفاده کنند؛ در حالی که در دیدگاه دیگر، قراردادهای آتی به دلیل اهمیت و جایگاهی که در مدیریت ریسک دارند و شباهتشان به برخی از قراردادهای اسلامی، معتبر و مشروع دانسته شده‌اند. در این بخش از بولتن، به مقایسه ادله موافقین و مخالفین قرارداد آتی از منظر ملاحظات فقهی پرداخته می‌شود. لازم به ذکر است آنچه در جدول زیر آمده، اقتباسی است از تجميع نظریاتی که دکتر ایهاب اینجادت^۱ در مقاله خود بیان کرده است. مشخصات مقاله در انتهای بولتن ذکر شده است.

مخالفین و موافقین قراردادهای آتی در استدلال‌های خود برای رد یا تأیید قراردادهای آتی از منظر ملاحظات فقهی، نکاتی را مطرح کرده‌اند که در ادامه مرور می‌شوند:



جدول ۱: ملاحظات مخالفین و موافقین قراردادهای آتی در خارج از ایران از منظر شریعت (Ehab Injadat, 2014)

معیار	ملاحظات مخالفین	ملاحظات موافقین
ریسک و غرر	قرارداد آتی مستلزم درجه بالایی از ریسک و غرر است.	---
مصدق بیع قبل از قبض	قرارداد آتی فروش کالا قبل از قبض است و این باعث غرری شدن معامله می‌شود. در قرارداد آتی، فروش قبل از قبض اتفاق می‌افتد و این حاکی از عدم تملک واقعی است.	برای بیع قبل از قبض، برخی از علمای مسلمان در مورد اقلام دیگر نظرات متفاوتی دارند و قبض را برای غیر خوراکی‌ها لازم نمی‌دانند. فروش غیر خوراکی‌ها، املاک و اقلام غیر موزون قبل از در اختیار گرفتن صحیح است. بیع کالا یا اوراق مالی قبل از قبض، حرمت صریح دارد، بدلیل وجود ربا و غرر؛ اما اگر ربا و غرر نباشد، مانند عقد سلف، جایز می‌شود؛ ولی بهتر است کالاهای (اوراق مالی) قبل از فروش، قبض شوند. خوراکی‌ها باید قبل از فروش قبض شوند، اما اگر خوراکی از نوع نگهداری شده باشد (مانند کنسروها)، می‌توان آن را قبل از قبض فروخت.
مصدق بیع مالک	قرارداد آتی، فروش مالک می‌ملک (چیزی که مالک آن نیستید) است و این غرر، قمار و میسر است.	علت ممنوعیت «بیع مالک می‌ملک» و بیع قبل از قبض، غرر به دلیل عدم توانایی یا عدم تسلیم دارایی پایه توسط فروشنده است. در صورت اطمینان از تسلیم، دیگر وجود یا تصرف موضوعیت ندارد و مسئله مطرح نیست. آنچه ممنوع است عدم توانایی در تحویل است. حدیثی که از «بیع مالک می‌ملک» نهی می‌کند، فقط در مورد بیع اشیاء معین است، نه در مورد کالاهای مثلی؛ و قراردادهای آتی معمولاً بر کالاهای مثلی انجام می‌شود.
مصدق بیع کالی بالکالی	قرارداد آتی به دلیل زمان‌دار (معوق) (مؤجل) بودن پرداخت بهای معامله و کالا (ثمن و مضمن)، بیع کالی به کالی است.	برخی از کارشناسان مالی اسلامی، تعویق انداختن پرداخت ثمن و کالای پایه را می‌پذیرند. تعویق ثمن و موضوع معامله در بازارهای آتی فقط برای کالاهای پذیرفته می‌شود، در حالی که برای اوراق مالی غیرمجاز است. حدیث بیع کالی به کالی ضعیف است و نمی‌توان از آن حرمت را استنباط کرد. برخی از قراردادهایی که متضمن تعویق ثمن و مضمن است، پذیرفته شده‌اند؛ مانند قراردادهای عرضه و استصناع. آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی (۱۹۹۲) عقد استصناع را صحیح می‌داند و می‌توان از آن برای به تعویق انداختن پرداخت ثمن استفاده کرد. علاوه بر این، برخی دیگر استصناع را بدهی بیع دین دانسته اما از شمول ممنوعیت آن خارج دانسته‌اند.
مصدق بیع الدین بالدین	قرارداد آتی بیع دین بالدین است.	حدیث نهی بیع دین به دین ضعیف است و از این رو، نمی‌تواند مبنایی برای حرمت آن در شریعت باشد.
لزوم تسلیم مبیع	تسلیم (تحویل) دارایی پایه الزامی است و اگر فروشنده نتواند آن را تحویل دهد، معامله مستلزم غرر، قمار و ریسک است.	---
عدم وجود منفعت عقلایی	قرارداد آتی منفعت عقلایی ندارد و موجب تعارض بین طرفین، غرر و ریسک بیش از حد می‌شود.	---



معیار	ملاحظات مخالفین	ملاحظات موافقین
وجود اهداف نامشروع	قراردادهای آتی با هدف قمار و سفته‌بازی استفاده می‌شوند.	گاهی بابت تقویت بازار، به فعالیت‌های سفته‌بازانه نیاز است؛ حتی اگر بسیاری از فقهای مسلمان، سفته‌بازی را منع کنند. برخی کارشناسان مالی و اقتصادی بر این باورند که سفته‌بازی بازتاب خوبی در تخصیص منابع، کاهش نوسانات قیمت در بازارها، برقراری تعادل بین عرضه و تقاضا و به حداقل رساندن اشباع و کمبودهای دوره‌ای دارد و این در بازار، کارایی ایجاد می‌کند.
قصد تسلیم مبيع	بسیاری از آتی‌ها اصلاً قرار نیست از طریق تحویل، تسویه شوند یا قبض شوند یا هر نوع ملکیت واقعی دیگر؛ بنابراین قرارداد واقعی نیستند و صوری هستند. تنها ۲/۷٪ از معاملات مشتقه با تحویل نهایی کالا به پایان می‌رسد و ۹۷/۳٪ تسویه نقدی می‌شوند	---
دیدگاه مراجع بین المللی	آکادمی بین المللی فقه اسلامی (۱۹۹۲) و آکادمی فقه اسلامی لیگ جهانی مسلمانان (۱۹۸۴) اعلام کردند قرارداد آتی حرام است؛ زیرا هدف نهایی از آن صرفاً پرداخت و دریافت اختلاف قیمت بین فروشنده و خریدار است و قمار محسوب می‌شود.	---
اشکال موقعیت معاملاتی معکوس	امکان گرفتن تعهد معکوس در بازارهای آتی محل اشکال است؛ زیرا در قرارداد سلف، فروش دارایی پایه قبل از قبض آن ممنوع است. مخصوصاً با توجه به اینکه با فروش‌های مکرر دارایی پایه، هر بار یک سود اضافه به مشتریان بعدی تحمیل می‌شود، بدون اینکه دارایی پایه در اختیار (قبض) هیچ کدام قرار گرفته باشد.	تسویه معامله از طریق اتخاذ موقعیت معکوس از آنجایی که باعث ضرورت تحمل هزینه به مشتری می‌شود، صحیح نیست. در عوض، این نادرست است که فرض کنیم همه افراد در زنجیره فروش سود می‌برند در حالی که در واقع، افراد هم می‌توانند سود ببرند و هم ممکن است ضرر کنند؛ و همچنین ممکن است برخی افراد قبل از تحویل در همان نقطه، موقعیت معکوس بگیرند.
امکان تصحیح آن بر مبنای ضوابط کلی معاملات	---	قرارداد آتی اگر در چارچوب اصول کلی اسلامی باشند، ربوی، قماری و دارای غرر فاحش نباشد، مجاز است. قرارداد آتی در صورتی که بر اساس موازین اسلامی تعدیل شوند، مجاز هستند؛ مخصوصاً اینکه این قراردادها خطرات را مجدداً تخصیص می‌دهند و اطلاعاتی را در مورد روند آتی قیمت‌ها در بازار نقدی جمع‌آوری و توزیع می‌کنند تا ثبات قیمت در آینده حاصل شود.
ضرورت و حاجت	---	معامله آتی در اسلام بر اساس «ضرورت» و «حاجت» پذیرفته شده است. بر اساس نظر شورای مشورتی شریعت کمیسیون اوراق بهادار مالزی در مورد معامله آتی کالاها، تا زمانی که دارایی پایه ممنوع نباشد، قرارداد آتی صحیح است.



الزامات تصحیح قراردادهای آتی



موقعیت معکوس قبل از سررسید مجاز باشد.

۸. باید در تمام معاملات به جهت تضمین برای طرفین، تلاش برای حذف غرر ناشی از ریسک طرف مقابل و اطمینان از تحویل دارایی پایه، اتاق پایاپای (تسویه) در نظر گرفته شود. همچنین برخی منابع فارسی مشتقات را از منظر فقه امامیه مورد بررسی قرار داده‌اند.

در این راستا، معصومی نیا (۱۳۹۷) قرارداد آتی را بیع نسبه به نسبه می‌داند و پس از نقد فقهی بطلان بیع نسبه به نسبه به صورت تفصیلی، بیان می‌کند در عصر حاضر اکثر فقها به بطلان بیع نسبه به نسبه حکم داده‌اند (معصومی نیا، ۱۳۹۷، ص ۲۳۷)؛ از این رو برای تصحیح قرارداد آتی، راهکار صلح را پیشنهاد داده (همان، صص ۲۵۰-۲۴۸) و همچنین ادله مخالفین قرارداد آتی شامل موارد زیر را بیان و نقد کرده است:

۱. انحراف از فلسفه ابداع این قراردادها؛

۲. قمار؛

۳. احتکار؛

۴. اکل مال بباطل

۵. مصداق لاتبع مالیس عندک؛

۶. غرر؛

۷. بیع العربون (معصومی نیا، ۱۳۹۷، صص ۲۴۷-۲۳۷).

بر اساس نظر دکتر اینجادات، برای اجرایی شدن قرارداد آتی در بازارهای مالی اسلامی، لازم است نکات زیر مدنظر قرار بگیرند:

۱. عناصر ممنوعه مانند ربا، غرر و قمار (میسر) در آن نباشد.

۲. برای جلوگیری از قمار، سفته‌بازی و دستکاری، قراردادهای آتی باید به شدت تنظیم‌گری و کنترل شوند.

۳. قصد قرارداد باید خرید و فروش واقعی (فعالیت اقتصادی) باشد و کلیه معاملات باید بر اساس تحویل باشد و نه بر مبنای تسویه نقدی و به منظور پوشش ریسک.

۴. مالکیت و قبض دارایی پایه قبل از انعقاد اینگونه قراردادها، یعنی قراردادهای آتی و سلف که شامل مواردی غیر واقعی یا موهومی است، قابل قبول نیست.

۵. قراردادهای آتی روی دارایی‌های ارزی بسته نشود (برای جلوگیری از ربا) و این قبیل کالاهای ربوی فقط در بازار نقدی معامله شود.

۶. قراردادهای آتی فقط روی محصولات حلال یا دارایی‌هایی که در شریعت اسلام پذیرفته شده‌اند، منعقد می‌شوند.

۷. این گونه نباشد که در قراردادها، هر دو قلم (عوضین معامله) معوق باشند؛ همچنین باید تسویه معامله از طریق اتخاذ



مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی^۱

معرفی موضوع

قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی، از جمله قراردادهایی است که برای پوشش نوسانات نرخ بازدهی در بازار سرمایه کاربرد دارد. در این قرارداد، طرفین متعهد می شوند در زمان معینی در آینده (مثلاً یک سال آینده)، سبد معینی از اسناد خزانه اسلامی را به قیمتی که در زمان انعقاد قرارداد مشخص می شود، معامله نمایند. ویژگی های سبد اسناد خزانه اسلامی موضوع این قرارداد به شرح ذیل است:

در این سبد، اسناد خزانه اسلامی متفاوتی وجود دارد که تا زمان سررسید آنها مدت زمان متفاوتی مانده است. سررسید هر کدام از اسناد خزانه اسلامی موجود در سبد، حداقل مدت معینی (مثلاً سه ماه) بیشتر از زمان سررسید قرارداد آتی است.

ترکیب موجود در سبد، در زمان انعقاد قرارداد آتی، برای طرفین مشخص است. قیمت پرداختنی برای این سبد اسناد، در زمان انعقاد قرارداد برای طرفین مشخص است. اسناد موجود در سبد به گونه ای انتخاب می شوند که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل آنها وجود داشته باشد. چنانچه در سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی بخشی از اجزاء سبد وجود نداشته باشد، یکی از دو حالت ذیل با لحاظ اولویت امکان پذیر است:

با ضریب تبدیل معینی، اسناد خزانه اسلامی معین دیگری جایگزین شود.

طبق مبنای محاسباتی که از ابتدا برای طرفین مشخص است، قیمت آن بخش محاسبه و به صورت نقدی تسویه شود.

با عنایت به اینکه قبلاً در مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص قرارداد آتی مبتنی بر یک سند خزانه اسلامی معین طرح بحث شده بود، موضوع قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی در دستور کار این کمیته قرار گرفت تا در خصوص ملاحظات فقهی مربوط به آن، اعلام نظر گردد.



نظر کمیته تخصصی فقهی

کمیته تخصصی فقهی بعد از استماع نظرات کارشناسان و بحث‌های به عمل آمده و موضوع‌شناسی فوق‌الذکر چنین جمع‌بندی کرد:

اجرائی شدن قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی با رعایت ملاحظات فقهی که قبلاً در مصوبات این کمیته در خصوص قرارداد آتی سند خزانه اسلامی^۱ و قرارداد آتی سبد سهام^۲ و جایگزینی دارایی پایه در قرارداد آتی^۳ طرح شده بود، بلامانع است. البته ضروری است اسناد خزانه اسلامی موجود در سبد به گونه‌ای باشند که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی آن وجود داشته باشد.

ضروری است مقررات مربوط به اجرائی شدن قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی قبل از ارجاع برای تصویب در مراجع ذیصلاح در اختیار کمیته تخصصی فقهی قرار گیرد تا چنانچه ملاحظه فقهی در خصوص متن پیش‌نویس مقررات وجود دارد، اعلام گردد.



قدرت بر تسلیم مبیع در متون فقهی

مطابق با مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در موضوع «قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی»، ضروری است که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی اسناد خزانه اسلامی موجود در سبد وجود داشته باشد.^۴ با توجه به مصوبه مذکور، یکی از مسائل مهم که باید از منظر فقهی مورد واکاوی قرار گیرد موضوع قدرت بر تسلیم مبیع در قراردادها است.

ضرورت قدرت بر تسلیم

با توجه به این که طرفین قرارداد در زمان تحقق تسلیم موضوع معامله می‌توانند بیشتر جنبه‌های حقوق مالکانه خود را اعمال نمایند، تسلیم موضوع قرارداد مسئله مهمی در معاملات به خصوص در قراردادهای بیع به شمار می‌آید. در تعریف اصطلاحی تسلیم می‌توان بیان نمود که «تسلیم در عقد معوض عبارت است از این که یکی از طرفین دیگری را بر مالی که به او منتقل کرده است، مستولی نماید و به تعبیر دیگر عبارت است از تمکین یک طرف از تصرف یا قرار دادن مورد معامله در اختیار طرف دیگر» (جعفری لنگرودی، ۱۳۷۲؛ ص ۱۵۳). ماده ۳۶۷ قانون مدنی نیز در مقام تبیین این مفهوم می‌گوید: «تسلیم عبارت است از دادن مبیع به تصرف مشتری به نحوی که متمکن از انحاء تصرفات و انتفاعات باشد». البته روش تحقق این تسلیم مبتنی بر موضوع قرارداد تفاوت خواهد

با توجه به این که طرفین
قرارداد در زمان تحقق تسلیم
موضوع معامله می‌توانند
بیشتر جنبه‌های حقوق
مالکانه خود را اعمال نمایند،
تسلیم موضوع قرارداد
مسئله مهمی در معاملات
به خصوص در قراردادهای
بیع به شمار می‌آید. در
تعریف اصطلاحی تسلیم
می‌توان بیان نمود که «تسلیم
در عقد معوض عبارت است
از این که یکی از طرفین
دیگری را بر مالی که به او
منتقل کرده است، مستولی
نماید و به تعبیر دیگر عبارت
است از تمکین یک طرف از
تصرف یا قرار دادن مورد
معامله در اختیار طرف دیگر».

۱. مصوبه جلسه شماره ۱۹۵ کمیته تخصصی فقهی مورخ ۱۳۹۸/۰۶/۱۳

۲. مصوبه جلسه شماره ۱۰۸ کمیته تخصصی فقهی مورخ ۱۳۹۴/۰۳/۰۶

۳. مصوبه جلسه شماره ۲۱۰ کمیته تخصصی فقهی مورخ ۱۳۹۹/۰۹/۱۹

۴. مصوبه جلسه شماره ۲۷۶ کمیته تخصصی فقهی، مورخ ۱۴۰۲/۰۷/۱۲



داشت. قانون مدنی نیز به موجب ماده ۳۶۹ به این مهم اشاره دارد: «تسلیم به اختلاف مبیع به کیفیات مختلفه است و باید به نحوی باشد که عرفاً آن را تسلیم گویند».

حال که مراد از تسلیم مشخص شد باید عنوان نمود که قدرت بر تسلیم کالا و بهای آن شرط صحت معامله است و فروختن مالی که شخص از تسلیم آن ناتوان است، صحیح نیست (نجفی، ۱۴۲۱ ق؛ ج ۱۱، ص ۵۴۸). به عبارت دیگر در معاملات و عقود، شرط کردن چیزی که توانایی بر انجام دادن آن نیست، صحیح نیست (هاشمی شاهرودی، ۱۳۸۲، ج ۶، ص ۵۰۲). ادعای اجماع نیز بر این مسأله از برخی فقها اعلام شده است (محقق کرکی، ۱۴۱۴ ق، ج ۴، ص ۱۰۱؛ علامه حلی، ۱۴۱۴ ق، ج ۱۰، ص ۴۸؛ انصاری، ۱۴۱۰ ق؛ ج ۱۱، ص ۶۳).

حالاتی مختلف بطلان معامله در صورت عدم تحقق قدرت بر تسلیم مبیع، به شرح زیر است:
۱ - عقد در حین انعقاد متعذر الوفا باشد و طرفین به این امر آگاه باشند. چنین عقدی از آغاز باطل است؛ زیرا یکی از شرایط صحت عقد، قدرت بر تسلیم یعنی وفا به مدلول عقد است.

۲ - طرفین عقد در حین انعقاد بر این اعتقاد باشند که مدلول عقد ممکن الوفاست، ولی پس از عقد کشف گردد که چنین نبوده است. در این صورت نیز عقد محکوم به بطلان از حین عقد است.

۳ - مفاد و مدلول عقد در زمان انعقاد ممکن الوفا باشد، ولی به علتی که پس از عقد عارض شده غیر ممکن گردد. این صورت دو فرض خواهد یافت:

الف - عذر، ابدی و غیر قابل رفع باشد که در این فرض، عقد از زمان تعذر، منفسخ می شود.
ب - عذر، محتمل الرفع باشد که در این فرض دو حالت متصور است؛ در حالت اول وفا به عهد در زمان خاص به طور وحدت مطلوب باشد که در این صورت نیز عقد از زمان تعذر منفسخ می شود. در حالت دوم وفا به عهد در زمان خاص به نحو تعدد مطلوب باشد، یعنی يك مطلوب، اصل ایفای تعهد و مطلوب دوم در زمان مخصوص صورت گرفتن ایفای تعهد باشد که در این حالت به علت ناممکن شدن مطلوب دوم برای متعهد له خيار فسخ مطرح می شود و می تواند عقد را فسخ کند یا اینکه آن را فسخ نکند و ایفای عین تعهد را در زمان امکان بخواند (محقق داماد، ۱۳۸۱؛ ص ۱۴۰).



دلایل فقهی اعتبار قدرت بر تسلیم

فقهایی امامیه در مقام استدلال به بطلان عقدی که قدرت تسلیم مبیع یا موضوع مورد معامله در آن وجود ندارد به دلایل زیر استناد نموده اند:

تکلیف ما لا یطاق

صحت عقد، مستلزم عمل به مقتضای ذات آن است و اگر به جای عمل به مقتضای عقد به چیزی که متعلق به آن عقد نیست عمل شود، این عمل بر خلاف مقتضای عقد است. چنانچه مراد از انجام عقد این باشد که به همان چیزی که مورد قصد و غرض متعاملین است، عمل شود و آن «متعلق» و یا چیزی که در حکم آن است تلف شده باشد، وفا به آن ممکن نخواهد بود و بنابراین، تکلیف ما لا یطاق (تکلیف خارج از طاقت) است که آن هم نفی شده است؛ و نفی لازم نیز به نفی ملزوم منجر می شود، پس تکلیف باطل است (حسینی مراغی، ۱۴۱۷ ق، ج ۲، ص ۴۰۰). بنابراین عدم تسلیم موضوع قرارداد و عدم وفای به مدلول عقد، نوعی تکلیف ما لا یطاق خواهد بود.



چنانچه مراد از انجام عقد این باشد که به همان چیزی که مورد قصد و غرض متعاملین است، عمل شود و آن «متعلق» و یا چیزی که در حکم آن است تلف شده باشد، وفا به آن ممکن نخواهد بود و بنابراین، تکلیف ما لا یطاق (تکلیف خارج از طاقت) است که آن هم نفی شده است؛ و نفی لازم نیز به نفی ملزوم منجر می شود، پس تکلیف باطل است. بنابراین عدم تسلیم موضوع قرارداد و عدم وفای به مدلول عقد، نوعی تکلیف ما لا یطاق خواهد بود.



بیع چیزی که تسلیم آن
مقدور نباشد، صحیح نیست؛
خواه دلیل فساد آن، عدم
مالیت چنین مالی باشد و
خواه وجود غرر مستلزم
جهل.
علامه حلی پس از اینکه شرط
قدرت بر تسلیم را اجماعی
عنوان می‌کند، در تبیین
بطال آن به روایت نبوی
مشهور «نهی النبی عن بیع
الغرر» استدلال نموده‌اند و بیع
چیزی که قدرت بر تسلیم آن
وجود ندارد را بیع غرری و
باطل دانسته‌اند.

لزوم غرر و سَفَه

بیع چیزی که تسلیم آن مقدور نباشد، صحیح نیست؛ خواه دلیل فساد آن، عدم مالیت چنین مالی باشد و خواه وجود غرر مستلزم جهل (نایینی، ۱۳۷۳ ق، ج ۱، ص ۳۸۷). علامه حلی پس از اینکه شرط قدرت بر تسلیم را اجماعی عنوان می‌کند، در تبیین بطلان آن به روایت نبوی مشهور «نهی النبی عن بیع الغرر» استدلال نموده‌اند و بیع چیزی که قدرت بر تسلیم آن وجود ندارد را بیع غرری و باطل دانسته‌اند (علامه حلی، ۱۴۱۴ ق، ج ۱۰، ص ۴۸).

همچنین اگر مطابق با بیان شهید اول، غرر به مجهول الحصول تفسیر شود (شهید اول، بی تا؛ ج ۲، صص ۱۲۸-۱۲۷)، بیع چیزی که قدرت تسلیم در آن وجود ندارد از مصادیق غرر است؛ زیرا مجهول الحصول است. از این رو، فقهاء بیع بدون قدرت بر تسلیم را داخل در عنوان غرر و سفاکت می‌دانند (میرزای قمی، ۱۳۷۱ ق؛ ج ۲، ص ۳۸۶).

قاعدهٔ تعذر وفا به مدلول عقد

به موجب این قاعده که در متون فقهی به شکل قاعدهٔ «بطالان کل عقد بتعذر الوفاء بمضمونه» بیان می‌شود، هر عقدی که وفا به مضمون آن متعذر باشد، باطل است (بجنوردی، ۱۳۷۷، ج ۵، ص ۲۶۵). مطابق این قاعده، در صورتی که متعاقبین پس از انعقاد عقدی، به سببی نتوانند به مفاد آن وفا کنند، آن عقد به علت تعذر و عدم امکان وفا به عهد باطل می‌شود. مفاد این قاعده، به معامله خاصی اختصاص ندارد و در همه عقود و معاملات جاری است.

بی شک یکی از مصادیق تعذر وفا به مدلول عقد، تعذر تسلیم موضوع قرارداد است. به همین دلیل در فقه و همچنین در قانون مدنی ایران، قدرت بر تسلیم مبیع از شرایط صحت بیع به شمار آمده است.

بنابراین طبق این قاعده در عقد بیع، بایع متعهد می‌شود مبیع را به مشتری تملیک و تسلیم کند و در عوض، مشتری ثمن را به بایع تملیک و تأدیه کند. وفا به این معامله، به این معناست که ثمن به مالک عین تسلیم شود و عین نیز از سوی بایع به مشتری تسلیم شود. اگر وفا به شکل مزبور متعذر گردد و تعذر نیز دائم باشد، معامله لغو و نزد عقلا باطل است؛ اعم از آنکه تعذر وفا از یک طرف باشد یا از هر دو طرف.

در حقوق موضوعه از این قاعده به «تعذر اجرای تعهد» تعبیر می‌شود که مقصود از تعهد نیز تعهد ناشی از عقد است (جعفری لنگرودی، ۱۳۸۶، ج ۲، ص ۱۶۷).

روایت «لا تبیع ما لیس عندک»

بر بطلان بیع غیر قابل تسلیم به نبوی مشهور «لا تبیع ما لیس عندک» نیز استدلال شده است (انصاری، ۱۴۱۰ ق، ج ۱۱، ص ۶۵). طبق این بیان مراد از «ما لیس عندک» عدم الملك یا عدم الحضور نیست بلکه به معنی عدم تسلط بر قبض و تسلیم تفسیر می‌شود.

اجماع

برخی از فقهاء در تبیین اعتبار قدرت بر تسلیم مبیع، به اجماع نیز استناد کرده‌اند (حسینی عاملی، ۱۴۱۹ ق، ج ۱۳، ص ۱۴). بدیهی است در مسائلی که بر مدارک دیگر متکی است، نمی‌توان به اجماع استناد نمود.



ضوابط حاکم بر اعتبار قدرت بر تسلیم

برابری تسلیم و تسلّم

در موضوع قدرت بر تسلیم مبیع، چنانچه بایع قادر به تسلیم نباشد ولی مشتری قادر بر انتزاع ملک باشد، به دلیل عمومات، و عدم لزوم غرر و سفه، اظهر در آن صحت عقد است. بنابراین چون غرض و مطلوب از شرط قدرت بر تسلیم، همان تمکّن مشتری از اخذ و تصرف است، در حقیقت مراد از شرط قدرت بر تسلیم، امکان تسلیم بایع، یا تسلّم مشتری می‌باشد (میرزای قمی، ۱۳۷۱ ق، ج ۲، ص ۳۸۴).

به بیان دیگر غرض اصلی از شرط قدرت بر تسلیم، حصول تسلیم عندالاستحقاق است؛ بنابراین می‌توان گفت که با قدرت مشتری بر تسلّم با وجود عدم قدرت بایع بر تسلیم مبیع، عقد بیع صحیح خواهد بود (عمید زنجانی، ۱۳۹۱ ش، ص ۲۲۰).

همچنین در ماده ۳۴۸ قانون مدنی ایران بیع چیزی که بایع قدرت بر تسلیم آن را ندارد، باطل اعلام شده است. منظور از تسلیم در واقع حصول قبض مبیع از سوی مشتری است؛ به گونه‌ای که امکان تصرف و انتفاع از آن برای او فراهم شود؛ خواه این منظور با تسلیم مبیع از سوی بایع تحقق یابد و خواه خود مشتری به نحوی آن را تسلّم نماید (محقق داماد، ۱۳۸۱، ص ۱۳۴).



در موضوع قدرت بر تسلیم
مبیع، چنانچه بایع قادر به
تسلیم نباشد ولی مشتری قادر
بر انتزاع ملک باشد، به دلیل
عمومات، و عدم لزوم غرر و
سفّه، اظهر در آن صحت عقد
است. بنابراین چون غرض
و مطلوب از شرط قدرت بر
تسلیم، همان تمکّن مشتری از
اخذ و تصرف است، در حقیقت
مراد از شرط قدرت بر تسلیم،
امکان تسلیم بایع، یا تسلّم
مشتری می‌باشد

افزودن ضمیمه

هرگاه با وجود عدم قدرت بر تسلیم مبیع، کالای قابل تسلیمی بر آن افزوده و مجموع آن دو فروخته شود به مقتضای ظاهر روایات و اجماع فقهاء، بیع صحیح است (عمید زنجانی، ۱۳۹۱، ص ۲۲۱).

روایت اولی که بر این مهم دلالت دارد صحیحه رفاعه النّخّاس است: «سَأَلْتُ أَبَا الْحَسَنِ مُوسَى عَلَيْهِ السَّلَامُ قُلْتُ لَهُ أَيْضُلِحُ لِي أَنْ أَشْتَرِيَ مِنَ الْقَوْمِ الْجَارِيَةَ الْآبِقَةَ وَ أُعْطِيَهُمُ الثَّمَنَ وَ أَطْلُبُهَا أَنَا قَالَ لَا يَضْلِحُ شِرَاؤُهَا إِلَّا أَنْ تَشْتَرِيَ مِنْهُمْ مَعَهَا ثَوْبًا أَوْ مَتَاعًا فَتَقُولَ لَهُمْ أَشْتَرِيَ مِنْكُمْ جَارِيَتَكُمْ فَلَانَّةَ وَ هَذَا الْمَتَاعُ بِكَذَا وَ كَذَا دِرْهَمًا فَإِنَّ ذَلِكَ جَائِزٌ» (حر عاملی، ۱۴۱۶ ق، ج ۱۷، ص ۳۵۳).

روایت دوم موثقه سماعة عَنْ أَبِي عَبْدِ اللَّهِ عَلَيْهِ السَّلَامُ است: «فِي الرَّجُلِ يَشْتَرِي الْعَبْدَ وَ هُوَ أَبَقٌ عَنْ أَهْلِهِ قَالَ لَا يَضْلِحُ إِلَّا أَنْ يَشْتَرِيَ مَعَهُ شَيْئًا آخَرَ وَ يَقُولَ أَشْتَرِيَ مِنْكَ هَذَا الشَّيْءَ وَ عَبْدُكَ بِكَذَا وَ كَذَا فَإِنْ لَمْ يَقْدِرْ عَلَى الْعَبْدِ كَانَ الَّذِي تَقْدَهُ فِيمَا اشْتَرَى مِنْهُ» (حر عاملی، ۱۴۱۶ ق، ج ۱۷، ص ۳۵۳).

مطابق این روایات، اگر آن گریخته (مبیع غیر قابل تسلیم) پیدا شد که مشکلی نیست و غلام و ضمیمه هر دو مال مشتری است. اما در صورتی که پیدا نشد و غیر قابل تسلیم





مراد فقهاء این نیست که آن غلام (مبیع غیر قابل تسلیم) از مبیع بودن بیرون رفت، و مبیع منحصر است در ضمیمه‌ای که قابل تسلیم است. بلکه مراد این است که ثمن بر مجموع عبد و ضمیمه توزیع نمی‌شود و تبعض در معامله پیش نمی‌آید که مشتری بتواند به اندازه قیمت عبد را از بایع پس بگیرد. ثمره آن در این ظاهر می‌شود که در این وقت می‌تواند آن غلام را برای کفاره و امثال آن آزاد کند.

باقی ماند، پس مشتری حقی بر بایع ندارد و قیمتی که داده در برابر همان ضمیمه خواهد بود. در این موضوع هیچ یک از فقهاء اختلافی ندارند.

شایان ذکر است مراد فقهاء این نیست که آن غلام (مبیع غیر قابل تسلیم) از مبیع بودن بیرون رفت، و مبیع منحصر است در ضمیمه‌ای که قابل تسلیم است. بلکه مراد این است که ثمن بر مجموع عبد و ضمیمه توزیع نمی‌شود و تبعض در معامله پیش نمی‌آید که مشتری بتواند به اندازه قیمت عبد را از بایع پس بگیرد. ثمره آن در این ظاهر می‌شود که در این وقت می‌تواند آن غلام را برای کفاره و امثال آن آزاد کند (میرزای قمی، ۱۳۷۱ق، ج ۲، ص ۳۸۹).

زمان اعتبار قدرت بر تسلیم

قدرت بر تسلیم باید در زمان استحقاق تسلیم مبیع محرز گردد. به عبارت دیگر چنانچه قدرت بر تسلیم در زمان سررسید و استحقاق تسلیم وجود نداشته باشد، احراز قدرت بر تسلیم در حال عقد کافی نیست. همچنین اگر در حال عقد قادر بر تسلیم نباشد ولی در زمان استحقاق تسلیم، قدرت بر تسلیم حاصل شود، عقد صحیح است (عمید زنجانی، ۱۳۹۱، ص ۲۱۹).

بنابراین قدرت بر تسلیم مال، در موعدی که آن مال باید به طرف معامله تسلیم گردد شرط صحت عقد است؛ مثلاً هرگاه مالی فروخته شود که پس از دو ماه به مشتری تسلیم گردد، قدرت بایع پس از دو ماه شرط صحت است، اگر چه بایع در زمان عقد قدرت بر تسلیم مبیع نداشته باشد.



سازوکار ضابطه‌مند کردن قابلیت تحویل در قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی

از این رو به بررسی میزان وجود دارایی پایه (اخزاها) و نقدشوندگی آنها در سبد معامله‌گران بالقوه آتی سبد اخزا می‌پردازیم. برای این منظور ابتدا حجم معاملات بزرگترین و نقدشونده‌ترین سهم‌هایی را که اختیار معامله (به عنوان نمونه دیگری از مشتقات بازار سرمایه ایران) بر روی آنها منتشر شده و معامله‌شان در حال جریان است، بررسی می‌کنیم؛ سپس حجم معامله اخزا را با این دارایی‌ها مقایسه می‌کنیم.

مهم‌ترین چالش فقهی که به نظر می‌رسد در آتی سبد اسناد خزانه اسلامی باید بررسی شود، قابلیت تحویل دارایی پایه (اخزاها) است. به‌منظور امکان تحویل دارایی پایه، لازم است موجود بودن دارایی پایه (اخزاها) در سبد معامله‌گران آتی در سررسید قرارداد احراز شود. البته از نظر اجرایی در صورتی که دارنده قرارداد آتی در موقعیت خرید، بخواهد تسویه نقدی انجام دهد، باید دارایی پایه (اخزاها) نقدشونده باشند.



اساس میانگین ساده) است؛ بنابراین امکان تهیه دارایی پایه از بازار برای آتی سبد اخزا از نقدشونده‌ترین سهم‌های بازار سهام ساده‌تر است. بر اساس محاسبات مذکور، طی عمر نه ماهه هر قرارداد آتی، حدود ۵۶۰ میلیون برگ اخزا معامله می‌شود که معادل ۳۵٪ کل اخزای موجود در بازار است. بنابراین شخصی که در موقعیت فروش آتی سبد اخزا قرار گرفته است، این امکان را دارد که به سادگی دارایی پایه آتی سبد اخزا را از بازار تهیه کند.

در حال حاضر حدود ۱/۶ میلیارد برگ اخزا توسط خزانه‌داری عرضه شده‌اند که بیش از ۸۰٪ این اوراق توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نگهداری می‌شوند. به دلیل کاربردی که آتی سبد اخزا برای نهادهای مذکور دارد و پیش از این بیان شد، به نظر می‌رسد عمده بازیگران آتی سبد اخزا همین نهادها باشند. بنابراین بازیگران آتی سبد اخزا دسترسی مناسبی به دارایی پایه جهت تسویه فیزیکی دارند.

هر نماد اسناد خزانه به طور تدریجی از سوی مرکز مدیریت بدهی وزارت اقتصاد به پیمانکاران تخصیص می‌یابد و اینطور معمول است که پیمانکاران اوراق مذکور را در بازار عرضه می‌نمایند. این تخصیص تدریجی گاهی تا نزدیکی سررسید اخزان نیز ادامه می‌یابد. تخصیص تدریجی یکی از عوامل مهم در حفظ نقدشوندگی این اوراق است و موجب تقویت عرضه آنها و افزایش امکان تهیه دارایی جهت تسویه فیزیکی آتی سبد اخزا می‌گردد.

جدول زیر حجم معاملات هفتگی بزرگترین و نقدشونده‌ترین سهم‌هایی را که اختیار معامله بر آنها تعریف شده است، نشان می‌دهد.

نماد	میانگین حجم معاملات روزانه (میلیون)	تعداد کل سهام (میلیارد)	نسبت حجم معاملات هفتگی به کل سهام
وتجارت	۹۰/۲	۲۲۴	۰/۲۰٪
شبندر	۲۵	۱۳۴	۰/۰۹٪
خسپا	۱۴۴	۱۹۶	۰/۳۷٪
ذوب	۱۰۰	۷۱	۰/۷۰٪
شپنا	۵۲	۲۲۷	۰/۱۱٪
شتران	۵۷	۲۷۵	۰/۱۰٪
وبصادر	۸۰	۲۱۵	۰/۱۹٪
شستا	۵۶۰	۱,۶۳۶	۰/۱۷٪
فولاد	۹۳	۸۰۰	۰/۰۶٪
فملی	۵۴	۶۰۰	۰/۰۵٪

میانگین ساده حجم معاملات هفتگی این نمادها ۰/۲٪ کل سهام این نمادها و میانگین وزنی آن ۰/۱۴٪ است. میانگین حجم معاملات هفتگی اخزا از ابتدای سال ۱۴۰۰ در حدود ۱۴ میلیون برگ است و در حال حاضر حدود ۱/۶ میلیارد برگ اخزا به پیمانکاران تخصیص یافته است. از این رو تقریباً ۰/۹٪ کل اخزاها در هفته معامله می‌شوند. همانطور که بیان شد حجم معاملات هفتگی سهام به تعداد کل آن سهام برای بزرگترین سهم‌هایی که روی آنها اختیار معامله تعریف شده، حدود ۰/۲ درصد (بر



منابع

۱. انصاری، مرتضی بن محمد امین (۱۴۱۰ ق). **المکاسب**. قم: دار الکتاب.
۲. بجنوردی، حسن (۱۳۷۷). **القواعد الفقهية**. قم: نشر الیهادی.
۳. جعفری لنگرودی، محمد جعفر (۱۳۷۲). **ترمینولوژی حقوق**. چاپ ششم. تهران: گنج دانش.
۴. جعفری لنگرودی، محمد جعفر (۱۳۸۶). **الفارق**. چاپ اول. تهران: گنج دانش.
۵. حر عاملی، محمد بن حسن (۱۴۱۶ ق). **تفصیل وسائل الشیعة إلى تحصیل مسائل الشریعة**. مؤسسه آل البيت (علیهم السلام) لإحياء التراث.
۶. حسینی عاملی، محمدجواد بن محمد (۱۴۱۹ ق). **مفتاح الکرامة فی شرح قواعد العلامة**. قم: جماعة المدرسين فی الحوزة العلمية بقم. مؤسسه النشر الإسلامی.
۷. حسینی مراغی، عبد الفتاح بن علی (۱۴۱۷ ق). **العناوین الفقهية**. قم: جماعة المدرسين فی الحوزة العلمية بقم. مؤسسه النشر الإسلامی.
۸. شهید اول، محمد بن مکی (بی تا). **القواعد والفوائد**. قم: کتابفروشی مفید.
۹. علامه حلی، حسن بن یوسف (۱۴۱۴ ق). **تذکره الفقهاء**. قم: مؤسسه آل البيت (علیهم السلام) لإحياء التراث.
۱۰. عمید زنجانی، عباسعلی (۱۳۹۱). **قواعد کلی عقود کتاب البیع و المتاجر**. تهران: انتشارات خرسندی.
۱۱. محقق داماد، مصطفی (۱۳۸۱). **قواعد فقه**. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۱۲. محقق کرکی، علی بن حسین (۱۴۱۴ ق). **جامع المقاصد فی شرح القواعد**. قم: مؤسسه آل البيت (علیهم السلام) لإحياء التراث.
۱۳. معصومی نیا، غلامعلی (۱۳۹۷). **ابزارهای مشتقه بررسی فقهی و اقتصادی**. تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۴. میرزای قمی، ابوالقاسم بن محمد حسن (۱۳۷۱ ق). **جامع الشتات**. تهران: انتشارات کیهان.
۱۵. نایینی، محمدحسین (۱۳۷۳ ق). **منیة الطالب**. قم: المکتبه المحمديه.
۱۶. نجفی، محمدحسن بن باقر (۱۴۲۱ ق). **جواهر الکلام**. قم: مؤسسه دائرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت (علیهم السلام).
۱۷. هاشمی شاهرودی، محمود (۱۳۸۲). **فرهنگ فقه مطابق مذهب اهل بیت علیهم السلام**. قم: مؤسسه دائرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت (علیهم السلام).
۱۸. هاشمی شاهرودی، محمود (۱۴۳۲ ق). **موسوعة الفقه الإسلامی المقارن**. قم: مؤسسه دائرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت (علیهم السلام).
۱۹. مصوبه کمیته تخصصی فقهی، جلسه شماره ۲۷۶ مورخ ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ قابل دسترس از طریق آدرس:
[/https://rdis.seo.ir/fa/committee/committee-pub-detail/75](https://rdis.seo.ir/fa/committee/committee-pub-detail/75)
20. Injadat, Ehab M. M. (2014), Futures and Forwards Contracts from Perspective of Islamic Law, Journal of Economics and Political Economy, 1 (2), p.p. 241-252.

قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی از سازوکارهایی است که برای پوشش نوسانات نرخ سود در بازار سرمایه ایران پیشنهاد شده است. در صورتی که این محصول مالی به صورت کارا عملیاتی شود، به فعالان بازار امکان برآورد روند آتی نرخ‌های سود در دوره‌های زمانی مشخصی در آینده را می‌دهد.

ایده اولیه این طرح توسط چند شرکت فعال در بازار سرمایه تدوین شد و متعاقباً شرکت تأمین سرمایه تمدن طرح فعلی را به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه کرد. بعد از بررسی ابعاد فقهی و انجام تحقیقات تکمیلی، مقدمات اجرایی شدن این محصول مالی در بازار سرمایه ایران فراهم شده است.

بولتن حاضر با همت همکاران شرکت تأمین سرمایه تمدن و اداره مطالعات مالی اسلامی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار با هدف تبیین زوایای اجرایی و فقهی این محصول جدید در بازار سرمایه ایران به رشته تحریر درآمده است.