

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
سخن ناشر.....	۱۱
پیشگفتار.....	۱۵
چکیده	۱۷
۱. مقدمه.....	۱۹
۱-۱. مسئله ریسک.....	۲۰
۱-۲. پیام مالی اسلامی.....	۲۲
۱-۳. هدف کتاب.....	۲۲
۱-۴. سازمان کتاب.....	۲۲
۱-۵. تذکری درمورد منابع.....	۲۴
۱-۶. تشکر و قدردانی.....	۲۵
۲. بیان ریسک؛ نوسانات بازارهای مالی.....	۲۷
۲-۱. بازارهای سهام.....	۲۸
۲-۲. بازارهای کالا.....	۳۲
۲-۳. بازارهای ارز.....	۳۴
۲-۴. ثبات بازارهای مالی.....	۳۶

۳۷	۳. اوراق مشتقه.....
۳۸	۱-۳. ساختار اوراق مشتقه.....
۳۹	۲-۳. اندازه بازار مشتقات.....
۴۱	۳-۳. پیمان‌های آتی.....
۴۲	۴-۳. اختیارات.....
۴۴	۵-۳. کشمکش برای مشروعیت.....
۴۷	۶-۳. بررسی اقتصادی.....
۴۹	۷-۳. مشتقات و ریسک.....
۵۰	۸-۳. تمایل به پذیرش ریسک در مقابل توانایی تحمل ریسک.....
۵۲	۹-۳. کالاسازی ریسک.....
۵۳	۱۰-۳. ریسک‌های مصنوعی.....
۵۴	۱۱-۳. جداسازی ریسک.....
۵۵	۱۲-۳. ریسک و زمان.....
۵۶	۱۳-۳. توزیع بازار.....
۵۷	۱۴-۳. قانون اعداد بزرگ.....
۵۹	۱۵-۳. ریسک سیستمی.....
۶۱	۱۶-۳. دو لبه مشتقات.....
۶۲	۱۷-۳. محدودیت‌های پوشش ریسک مشتقات.....
۶۴	۱۸-۳. چه کسی متحمل ریسک می‌گردد؟.....
۶۵	۱۹-۳. برندگان و بازندگان مشتقات.....
۶۷	۲۰-۳. مسئله ریسک.....

۴. رویکرد اسلامی.....	۶۹
۱-۴. ریسک در اقتصاد اسلامی.....	۷۰
۲-۴. پوشش ریسک.....	۷۱
۳-۴. ریسک قابل تحمل.....	۷۲
۴-۴. اجتناب ناپذیری ریسک.....	۷۲
۵-۴. احتمال شکست.....	۷۴
۶-۴. علیت.....	۷۵
۷-۴. سرمایه‌گذاری در برابر شرط‌بندی.....	۷۵
۸-۴. انتخاب در شرایط عدم اطمینان.....	۷۶
۹-۴. قاعده تصمیم سببی.....	۷۸
۱۰-۴. سنجش آماری.....	۸۰
۱۱-۴. مشتقات.....	۸۲
۵. نظریه غرر.....	۸۳
۱-۵. انواع بازی‌ها.....	۸۴
۲-۵. سنجش غرر.....	۸۷
۳-۵. ویژگی‌های بازی‌های با مجموع صفر.....	۸۸
۴-۵. سنجش مورد انتظار در برابر سنجش‌های واقعی.....	۹۱
۵-۵. ریسک و ساختار با مجموع صفر.....	۹۳
۶-۵. دو روش سنجش غرر.....	۹۷
۷-۵. ارزش مدیریت ریسک.....	۹۹

۶- مهندسی مالی: رویکرد اسلامی.....	۱۰۱
۱-۶. تعریف و مفهوم.....	۱۰۱
۲-۶. ارزش نوآوری.....	۱۰۳
۳-۶. شریعت و خلاقیت.....	۱۰۴
۴-۶. آربیتراژ نظارتی.....	۱۰۵
۵-۶. جایگاه نوآوری مالی.....	۱۰۶
۶-۶. اصول مهندسی مالی اسلامی.....	۱۰۷
۷-۶. اصل توازن.....	۱۰۸
۸-۶. وابستگی متقابل.....	۱۰۹
۹-۶. اصل قابلیت پذیرش.....	۱۱۰
۱۰-۶. ریشه‌های معاملات غیر مجاز.....	۱۱۲
۱۱-۶. اصل تلفیق.....	۱۱۵
۱۲-۶. تلفیق و تخصص‌گرایی.....	۱۱۶
۱۳-۶. ارزیابی محصولات مالی.....	۱۱۷
۱۴-۶. اصل انسجام.....	۱۱۹
۱۵-۶. راهبردهای توسعه محصول.....	۱۲۲
۱۶-۶. تقلید.....	۱۲۲
۱۷-۶. تحول.....	۱۲۵
۱۸-۶. رضایتمندی.....	۱۲۶
۱۹-۶. نتیجه‌گیری.....	۱۲۸

۱۲۹	۷. ابزارهای اسلامی برای پوشش ریسک.....
۱۳۰	۱-۷. پوشش ریسک اقتصادی.....
۱۳۱	۲-۷. تنظیم دارایی‌ها و بدهی‌ها.....
۱۳۳	۳-۷. پوشش ریسک طبیعی.....
۱۳۵	۴-۷. پوشش ریسک پویا.....
۱۳۶	۵-۷. پوشش ریسک مشارکتی.....
۱۳۹	۶-۷. پوشش ریسک مشارکتی برای ریسک ارز.....
۱۴۰	۷-۷. تعدیل مشارکتی متقابل.....
۱۴۲	۸-۷. پوشش ریسک قراردادی.....
۱۴۲	۹-۷. مضاربه.....
۱۴۳	۱۰-۷. ریسک گزارش‌گری گمراه‌کننده.....
۱۴۴	۱۱-۷. مضاربه‌ی مبتنی بر اعتبار.....
۱۴۵	۱۲-۷. ریسک سرمایه.....
۱۴۶	۱۳-۷. پوشش ریسک شخص ثالث.....
۱۴۷	۱۴-۷. فروش با قیمت مؤجل.....
۱۴۸	۱۵-۷. ریسک نقدینگی.....
۱۴۹	۱۶-۷. ریسک نرخ بازده.....
۱۵۰	۱۷-۷. قیمت مؤجل متنوع.....
۱۵۲	۱۸-۷. اوراق قرضه مبتنی بر کالا.....
۱۵۳	۱۹-۷. ریسک نرخ ارز در مباحثه.....
۱۵۵	۲۰-۷. قرارداد سلم مبتنی بر ارزش.....

۱۵۹.....	۲۱-۷. نقدینگی قرارداد سلم.....
۱۶۰.....	۲۲-۷. ریسک نرخ بازده.....
۱۶۰.....	۲۳-۷. کاربردهای دیگر سلم ارزش محور.....
۱۶۲.....	۲۴-۷. ساختار بازدهی پوشش ریسک قراردادی.....
۱۶۳.....	۲۵-۷. نهادهای تخصصی مدیریت ریسک.....
۱۶۴.....	۲۶-۷. خلاصه.....
۱۶۷.....	۸. نتیجه گیری.....
۱۶۹.....	۹. ضمیمه یک: فهرست واژگان فقهی.....
۱۷۳.....	۱۰. ضمیمه دو: تعاریف واژگان تخصصی.....
۱۷۹.....	۱۱. ضمیمه سه: فهرست واژگان تخصصی.....
۱۸۳.....	۱۲. کتابنامه.....
۱۹۷.....	۱۳. فهرست اعلام.....

سخن ناشر

« تربیت اسلامی، مرجعیت علمی»

«کاری کنید که دانشگاه امام صادق علیه السلام ... مرجع تحقیقات مراکز علمی و دانشگاه‌های دنیا بشود» مقام معظم رهبری^۱

فلسفه وجودی دانشگاه امام صادق علیه السلام که از سوی ریاست دانشگاه به کرات مورد توجه قرار گرفته است، تربیت نیروی انسانی‌ای متعهد، باتقوا و کارآمد در عرصه عمل است تا از این طریق دانشگاه بتواند نقش اساسی خود را در عرصه نظر و عمل به انجام رساند.

از این حیث «تربیت» را می‌توان مقوله‌ای محوری یاد نمود که وظایف و کارویژه‌های دانشگاه، در چارچوب آن معنا می‌یابد زیرا که علم بدون تزکیه پیش از آنکه ابزاری در مسیر تعالی و اصلاح امور جامعه باشد، عاملی مشکل ساز خواهد بود که سازمان و هویت جامعه را متأثر و دگرگون می‌سازد.

از سوی دیگر «سیاست‌ها» تابع اصول و مبادی علمی هستند و نمی‌توان منکر این تجربه تاریخی شد که استواری و کارآمدی سیاست‌ها در گرو

۱. از بیانات مقام معظم رهبری در ملاقات اساتید و دانشجویان دانشگاه امام صادق (ع) مورخ ۱۳۸۴/۱۰/۲۹

انجام پژوهش‌های علمی و بهرمندی از نتایج آنهاست. از این منظر پیشگامان عرصه علم و پژوهش، راهبران اصلی جریان‌های فکری و اجرایی به حساب می‌آیند و نمی‌توان آینده درخشانی را بدون توانایی‌های علمی - پژوهشی رقم زد و سخن از «مرجعیت علمی» در واقع پاسخ‌گویی به این نیاز بنیادین است.

دانشگاه امام صادق علیه السلام در واقع یک الگوی عملی برای تحقق ایده دانشگاه اسلامی در شرایط جهان معاصر است. الگویی که «ربع قرن» تجربه شده و هم اکنون ثمرات نیکوی این شجره طیبه در فضای ملی و بین‌المللی قابل مشاهده است. طبعاً آنچه حاصل آمده محصول نیت خالصانه و جهاد علمی مستمر مجموعه بنیانگذاران این نهاد است که امید می‌رود در طلیعه دور جدید فعالیتش بتواند به توسعه و تقویت آنها در پرتو عنایات حضرت حق تعالی، اهتمام ورزد.

معاونت پژوهشی دانشگاه امام صادق علیه السلام با توجه به شرایط، امکانات و نیازمندی جامعه در مقطع کنونی با طرحی جامع نسبت به معرفی دستاوردهای پژوهشی دانشگاه، ارزیابی سازمانی - کارکردی آنها و بالاخره تحلیل شرایط آتی اقدام نموده که نتایج این پژوهش‌ها در سال جاری و به بهانه ۲۵ سال دانشگاه امام صادق علیه السلام در قالب کتاب، گزارش، نشریات علمی و..... تقدیم علاقه‌مندان می‌گردد.

هدف از این اقدام ضمن قدردانی از تلاش خالصانه تمام کسانی که با آرمان و اندیشه‌ای بزرگ و ادعایی اندک در این راه گام نهادند، درک کاستی‌ها و اصلاح آنها زمینه پرورش نسل جوان و علاقه‌مند به طی این طریق را نیز فراهم خواهد کرد.

امید آنکه با گسترش کمی و کیفی دانشگاه‌های اسلامی در کشور و توسعه آن‌ها در افق جهانی، شاهد ظهور انوار «علم مفیدی» باشیم که راه‌گشای جهانیان در گذار از شرایط کنونی برای نیل به سعادت واقعی باشد. در این راستا انتشارات دانشگاه امام صادق (علیه السلام) آمادگی کامل خود را برای دریافت و انتشار کلیه آثاری که با این هدف تهیه و تولید شده‌اند - اعم از منظرهای انتقادی، تحلیلی، توصیفی و کاربردی - اعلام می‌دارد.

پیشگفتار

پس از شروع مباحث مالی اسلامی در سال ۱۹۸۱، توسعه محصولات مالی اسلامی از طریق فرآیندهای مناسب مهندسی مالی، حیطة مهمی از تحقیقات را در «موسسه آموزش و تحقیقات اسلامی»^۱ به خود اختصاص داده است. توسعه محصولات مالی یکی از اولویت های موسسه برای تحقیقات جاری و آتی می باشد. در این حوزه صنعت مالی اسلامی با دو چالش رقابتی مواجه شده است. روشن است که مدیران خزانه نهادهای مالی اسلامی با چالش مدیریت ریسک های مالی ناشی از فعالیتشان روبرو هستند. به منظور پایدار ماندن، این موسسات نیاز فوری به محصولات مالی دارند که در جهت پوشش ریسکهای متنوع بکار برده شوند.

از طرف دیگر، صنعت مالی اسلامی نیازمند محصولاتی است که مقبولیت بلند مدت این صنعت را به عنوان یک الگوی کسب و کار هوشمندانه تضمین کند. نخستین چالش با مدیریت خزانه ارتباط دارد و چالش دوم راجع به اهمیت بالای توسعه صنعت در آینده میباشد.

1. Islamic Research and Training Institute(I.R.T.I)

کتاب پیش رو، "پوشش ریسک در مالی اسلامی" توسط دکتر سامی السویلیم تألیف شده است. این کتاب تلاشی در جهت ارائه نظام مند مباحث در حیطه چالش دوم و چالشهای بنیادی تر می باشد. نگرشی که در کتاب پیش رو مطرح شده است نه تنها چالشهای حیاتی تر و چالشهای آینده را در نظر گرفته است، بلکه انتظار می رود چالشهای آنی ای را نیز که نهادهای مالی با آن مواجه هستند با یک نگرش مناسب حل و فصل کند. این کتاب، با مطالعه گسترده ادبیات گذشته در حوزه مباحث مالی اسلامی یک تجزیه و تحلیل اقتصادی از موضوع ارائه می کند و یک چهارچوب موضوعی برای توسعه محصولات مالی اسلامی و در راستای پوشش ریسک و مدیریت ریسک پیشنهاد می دهد.

مهندسی مالی به تجزیه و باز کردن ریسکهای مالی - که دارای دارایی پایه منحصر به فردی هستند - کمک می کند. علاوه بر آن مهندسی مالی نقش مهمی در راستای توسعه محصولاتی که برای مدیریت ریسکهای خاص بکار میرود، ایفا می کند. امیدواریم که کتاب پیش رو در درک این موضوع مهم با رویکرد اسلامی مثمر ثمر واقع شود و محققین دیگر را برای مطالعه بیشتر درباره ایده هایی که در این کتاب مطرح شده، ترغیب کند. موسسه آموزش و تحقیقات اسلامی از تحقیقات دانشمندان علاقه مند استقبال می کند.

«بشیر علی خدمت»

مدیر اجرایی موسسه آموزش و تحقیقات اسلامی (IRTI)

چکیده

این کتاب، ابزارهای مختلفی را برای کنترل کردن و کاهش ریسک‌های مرتبط با قراردادهای اسلامی پیشنهاد می‌دهد. این ریسک‌ها شامل ریسک سرمایه، ریسک نرخ بازدهی، ریسک نقدینگی و ریسک نرخ ارز می‌باشد. همچنین، در این کتاب برخی از ابزارهای پوشش ریسک سستی که به نظر می‌رسد با قوانین اسلامی مطابقت دارند ارائه شده است.

در این فرآیند، نگرش اسلامی در رابطه با ریسک مورد ارزیابی قرار گرفته است و راهبردهایی برای توسعه محصولات اسلامی طرح‌ریزی شده است. بطور کلی، براساس نگرش اسلامی، ریسک را نمی‌توان بدون تملک دارایی پایه معامله کرد. در مقابل، ابزارهای رایج در مالی متعارف مسیر مخالفی را برگزیده‌اند. در رویکرد مالی متعارف ریسک از مالکیت دارایی پایه تفکیک شده و به تنهایی و بصورت یک کالا مورد معامله قرار می‌گیرد. این تعریف باعث می‌شود که مدیریت ریسک و خلق ثروت در تعارض با همدیگر حرکت کرده و برای دریافت منابع کمیاب به رقابت بپردازند. نکته

مهمتر آن است که، کالاسازی ریسک^۱، موانع رشد و تکثیر ریسک را برطرف می‌کند. در این شرایط توزیع ریسک بصورت ناموزون اتفاق می‌افتد هرچند که برای تحمل ریسک توانایی لازم وجود ندارد.

ابزارهای پوشش ریسک اسلامی بوسیله تلفیق ریسک با مالکیت، و در نتیجه ورود به فعالیتهای ارزش افزا چنین مشکلی را مرتفع می‌سازند. این نوع تعریف از ریسک، سرمایه‌گذاران را از کسب بازدهی مشترک مطمئن می‌سازد درحالیکه ریسک را نیز مدیریت کرده و کاهش می‌دهد. بنابراین ابزارهای اسلامی، مدیریت ریسک و خلق ارزش را با همدیگر ترکیب کرده و منجر به عملکرد بهتر هر دو بخش می‌شود.

همچنین می‌توان پوشش ریسک را از طریق برنامه‌های غیرانتفاعی نیز انجام داد. پوشش ریسک مشترک، پاسخگوی نیازهای طرفین درگیر در مدیریت ریسک با کمترین محدودیتها می‌باشد. از آنجائی که پوشش ریسک مشترک جزء برنامه‌های غیرانتفاعی است، مسائل مربوط به سفته‌بازی و افزایش ریسک سیستماتیک را به دنبال نخواهد داشت.

1. Commoditizing risk:

هنگامیکه ریسک بصورت جدا از دارائی پایه مورد معامله قرار می‌گیرد، اصطلاحاً به آن کالاسازی ریسک گفته می‌شود که چنین رویکردی در میان دارائیهای مالی سنتی متعارف است.

۱. مقدمه

صنعت مالی اسلامی به سرعت در حال رشد است. ابزارهای مالی اسلامی به سرعت در حال گسترش در بازارها هستند و بسیاری از نهادها تمایل دارند که به مشتریان خود خدمات مالی اسلامی ارائه دهند. هنوز ابزارهای اسلامی مخصوصاً در حوزه مدیریت و پوشش ریسک به رشدی مشابه با رشد این صنعت دست نیافته‌اند.

نهادهای مالی اسلامی با گستره‌ای از انواع ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری و تامین مالی اسلامی مواجه هستند. نیاز به مطرح شدن این ریسک‌ها از منظر اسلامی مسئله‌ای است که به شکل بسیار گسترده‌ای در صنعت مالی اسلامی بر روی آن تاکید شده است و موضوع بسیاری از مطالعات، مقالات، همایشها و کارگاه‌های تخصصی قرار گرفته است (خان و احمد^۱، ۲۰۰۱ و آی.اف.اس. بی^۲، ۲۰۰۵).

این کتاب بر روی ابزارهای اسلامی برای پوشش ریسک که با مالی اسلامی ارتباط دارند متمرکز شده است. اگرچه همه انواع ریسک‌ها مرتبط با

1.Khan & Ahmad

2. IFSB(Islamic Financial Securities Board)

مباحث مالی اسلامی نیست اما راهبردهایی که برای خنثی کردن چنین ریسک‌هایی استفاده می‌شود بسیار متفاوت از راهبردهای متعارف است. بدین منظور در کتاب پیش رو یک چارچوب کلی برای مطالعه قراردادهای در شرایط عدم اطمینان یا غرر^۱ ارائه شده است. این چارچوب بعنوان شاخصه‌ای برای ارزیابی ابزارهای پیشنهادشده می‌باشد. درطول این مسیر، ابزارهای متعارف مخصوصاً اوراق مشتقه مورد بحث و بررسی قرار خواهند گرفت. از این رو، تضاد و تناقضی که میان این دو نوع ابزار وجود دارد از لحاظ مفهومی روشن خواهد شد.

۱-۱- مسئله ریسک

ریسک در مالی اسلامی و نیز مالی متعارف نوعی چالش تلقی می‌شود. از یک سو، دانشمندان و متخصصان معتقدند که رشد اقتصادی بدون قبول ریسک محقق نخواهد شد، "کسی که خود را در معرض مخاطره قرار نمی‌دهد، به سودآوری نیز نمی‌رسد." این جمله اصل اول سرمایه‌گذاری است. علاوه بر آن، عدم وجود ریسک موجب از دست رفتن انگیزه‌ها می‌شود و کارایی اقتصادی را نیز به مخاطره می‌اندازد. بنابراین، برای رشد اقتصادی ناگزیر از پذیرفتن ریسک هستیم. از طرف دیگر، ریسک بیش از حد جزء موانع سرمایه‌گذاری است و رشد اقتصادی را نیز کاهش خواهد داد. سؤالی که در اینجا بوجود می‌آید این است که: چگونه می‌توان میان این دو حد به یک تعادل دست یافت؟

مالی اسلامی یک نگرش کلی برای رسیدن به پاسخ این سؤال مهم ارائه می‌کند. زمانی که سرمایه‌گذاران وارد معاملات انتفاعی می‌شوند، ریسک را نمی‌توان از تملک کالاها و خدمات واقعی تفکیک کرد. این مسئله به دلیل

1.Gharar

مطلوب بودن ریسک در این نوع معاملات نمی‌باشد. درحقیقت، دلیل این مطلب دقیقاً مخالف مطلوب بودن این نوع ریسک است. یک راهبرد اثربخش برای مدیریت و کنترل ریسک عبارتست از: تلفیق و بکارگیری آن در فعالیتهای واقعی. با این روش، ریسک طبیعتاً بوسیله اقتصاد واقعی کنترل خواهد شد. در ضمن این مساله به عنوان انگیزه ای برای فعالیتهای واقعی در جهت تولید ثروت محسوب می‌شود تا از این طریق بتوان پذیرش ریسک را جبران کرد. به دلیل آنکه این فعالیتها یکی از عوامل جلوبرنده رشد اقتصادی هستند، راهبرد فوق موجب می‌شود که دو هدف بصورت همزمان حاصل شوند. این دو هدف عبارتند از: ۱- خلق ارزش ۲- کمینه کردن ریسک.

مالی متعارف، ابزارهای فراوانی برای مدیریت ریسک ارائه کرده است. برخی از این ابزارها منطبق بر نگرش اسلامی هستند که در قسمتهای آتی این کتاب در مورد آنها بحث خواهد شد. با این وجود، ابزارهای رایج - مخصوصاً اوراق مشتقه- با جهت گیری متفاوتی طرح ریزی شده‌اند: این ابزارها ریسک را از دارائی پایه تفکیک می‌کنند. این کار موجب می‌شود که مدیریت ریسک و خلق ارزش در تعارض با همدیگر حرکت کنند و برای دستیابی به منابع محدود در دسترس با یکدیگر به رقابت بپردازند. علاوه بر آن، تفکیک ریسک از دارائی پایه منجر به تکثیر آن خواهد شد و توزیع ریسک بصورت ناموزون اتفاق می‌افتد. نتیجه نهایی حاکی از افزایش ریسک است که این مساله به نوبه خود موجب افزایش بی‌ثباتی و تمرکز ثروت خواهد شد. متأسفانه، با رشد سریع اوراق مشتقه، داده‌ها نشان‌گر افزایش نوسانات بازار می‌باشد ولی در ثبات سیستم هیچگونه بهبودی مشاهده نمی‌شود. همانگونه که در ادامه بحث خواهد شد، دانشمندان کاملاً از این بی‌ثباتی‌ها و هزینه‌هایی که بر اقتصاد واقعی تحمیل می‌شود، اطلاع دارند.

۲-۱- پیام مالی اسلامی

مالی اسلامی تنها برای مسلمانان نیست. این چارچوب برای همه انسانها بوجود آمده است:

"ما تو را تنها بعنوان مایه رحمت برای همه جهانیان فرستادیم" (۲۱)، (۱۰۷). این مسئله یک چالش جدی را برای اقتصاددانان مسلمان پدید می آورد که می بایست این پیام خداوند متعال را با جدیت به انجام رسانده و در ثبات و رفاه اقتصاد جهانی به شکل مؤثری مشارکت داشته باشند.

۳-۱- هدف کتاب

کتاب پیش رو سعی دارد تا چارچوبی را برای مطالعه مدیریت ریسک و راهبردهایی برای طراحی ابزارهای پوشش ریسک براساس اصول اسلامی و قوانین مبادله توسعه بخشد. ابزارها و محصولات مختلفی بعنوان مصادیق این راهبردها ارائه شده است.

۴-۱- سازمان کتاب

سازماندهی کتاب به شرح زیر می باشد :

بخش دوم کتاب نوسانات موجود در بازارهای بزرگ مالی را مرور می کند. داده ها نشان می دهد که بطور کلی نوسانات در حال افزایش هستند. این نگاه بوسیله دانشمندان برجسته، محققان و سیاستگزاران تایید شده است. علیرغم اینکه درطول دهه اخیر ابزارهای خلاقانه مدیریت ریسک طراحی شده است، به نظر می رسد که ریسک به جای اینکه کاهش یابد، افزایش پیدا کرده است.

بخش سوم به مرور مباحث جاری درمورد اوراق مشتقه می‌پردازد. اوراق مشتقه ابزارهایی هستند که می‌توان از آنها هم برای اهداف مدیریت ریسک و هم برای اهداف سفته‌بازی محض استفاده کرد. ادبیات موضوع نشان می‌دهد که اوراق مشتقه مشکلات عدیده‌ای را برای اقتصاددانان و قانونگذاران ایجاد کرده است. تفاوت‌های حقوقی و اقتصادی بین مشتقات مورد استفاده برای سفته‌بازی و شرط بندی تاکنون حل نشده است. نتایج اقتصادی افزایش سفته‌بازی به صورت افزایش بی‌ثباتی سیستم نشان داده شده است.

دربخش چهارم نگرش اسلامی درمورد مقوله ریسک مطرح می‌گردد. همچنین نظریات دانشمندان مسلمان درمورد ریسک نیز بررسی می‌شود. در ادامه به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که ریسک به خودی خود مطلوب نیست بلکه خلق ارزش از طریق فعالیتهای واقعی است که هدف اصلی محسوب می‌شود. با این وجود، در همه فعالیتها ناگزیر از پذیرش ریسک هستیم. همچنین درمورد چگونگی تشخیص ریسک مشروع از شرط بندی بحث شده است. دراین بخش نشان داده می‌شود که قانون میانه آماری، یکی از معیارهای اثربخش در تشخیص این دو نوع ریسک (ریسک مشروع و شرط بندی) است.

دربخش پنجم نظریه غرر مطرح می‌شود. این تئوری از منظر قوانین شریعت و دلائل اقتصادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. دراین فصل بحث می‌شود که غرر عمدتاً بعنوان یکی از مصادیق بازی با مجموع صفر به شمار می‌رود. بنابراین چنین ساختاری انگیزه‌ها و رفتارهای نظام مند را که موجب افزایش ریسک و بی‌ثباتی می‌شود از بین خواهد برد. این نظریه با نگرش اسلامی نسبت به مقوله ریسک تلفیق شده است تا درنهایت بتوان به یک

چهارچوب کلی درمورد این موضوع دست یافت. از این چهارچوب بعنوان مبنایی برای توسعه ابزارهای اسلامی استفاده می‌شود.

دربخش ششم مهندسی مالی از نقطه نظر اسلامی بررسی می‌شود. اصول و راهبردهای توسعه ابزارها در این فصل مورد بحث و بررسی قرار گرفته است و نمونه‌هایی از این اصول و راهبردها در موردکاوای مالی اسلامی معاصر مطرح شده است.

دربخش هفتم این کتاب سه نوع از راهبردهای پوشش ریسک مطرح می‌شود و هرکدام از آنها شامل چندین ابزار می‌باشند. هر کدام از این ابزارها مورد بحث و ارزیابی قرار گرفته است. با این وجود، این ابزارها پیشنهادی هستند و به منظور طرح مباحث مشابهی بر روی این موضوع ارائه شده‌اند. بنابراین نمی‌توان گفت که این قراردادهای، بطور قطع مطابق با قوانین شریعت هستند.

بخش هشتم نیز به نتیجه‌گیری این کتاب اختصاص یافته است.

۱-۵- تذکری در مورد منابع

منابع انگلیسی با نام و سال ذکر شده است. درحالیکه در منابع عربی نام به همراه یک شماره در کروش ذکر شده است. برای نمونه الضمیر^۱ [۱۲]، بدون اینکه اشاره‌ای به سال شده باشد. بسیاری از این منابع در اینترنت موجود هستند و بنابراین در نقل قولهایی که از این منابع آمده است، شماره صفحات ذکر نشده است. آدرس سایتهای اینترنتی دربخش منابع آورده شده است. اگر منبع، یک سایت اینترنتی بوده است، تاریخ آن نیز در پراکنش قابل مشاهده است.

۱-۶- تشکر و قدردانی

بسیاری از ایده‌هایی که در این کتاب مطرح شده است، سالها تحت بررسی بوده‌اند. این کتاب براساس تحقیقات قبلی پایه‌ریزی شده است و حاصل مباحثات فراوانی با همکاران و متخصصان فعال در بانکهای متعارف و اسلامی است. ذکر نام همه آنها بسیار مشکل است، اما من هرگز مشارکتهای مؤثر آنها را فراموش نمی‌کنم.

همکاران من در مؤسسه آی.آر.تی.آی پیشنهادات و اصلاحات زیادی برای بهبود این کتاب داشتند. بویژه می بایست از دکتر طریق‌الله خان^۱، دکتر حبیب احمد^۲، دکتر سلمان علی^۳ برای ارائه نظرات مفید و مؤثر آنها قدردانی کنم. همچنین از دکتر محمد طریق^۴، مدیر خزانه داری و دکتر مدثر صدیقی^۵ مشاور بخش حقوقی که هر دو آنها عضو گروه بانک توسعه اسلامی هستند می‌بایست تشکر کنم که در ارائه نظرات انتقادی و مطالعه دقیق این مجموعه من را یاری کردند. از برادر ابراهیم غربی^۶ کتابدار بانک توسعه اسلامی که پشتیبانی‌های بی‌حد و حصری داشتند، بی‌نهایت سپاسگزارم.

به دلیل جدید بودن این مبحث هرروزه شاهد پویایی و توسعه بیشتر آن هستیم. از طرف دیگر این موضوع بسیار غنی و متنوع است و از توان یک محقق خارج است که همه پیچیدگی‌های بنیادی آنرا حل کند. امیدوار هستیم که کتاب بهتری ارائه شود تا بتواند راه‌های مطلوب‌تری برای پیگیری این موضوع نشان دهد و در تحقیقات آتی شاهد پاسخگویی به سؤالات چالش

-
1. Tarigullah khan
 2. Habib Ahmed
 3. Salman.Ali
 4. Mohammad Tariq
 5. Muddasir Siddiqi
 6. Ibrahim Gharbi

برانگیز باشیم. اگر اینگونه باشد، موفقیت بزرگ و گرانهایی از جانب خدای متعال نصیب ما خواهد شد.

۲- بیان ریسک؛ نوسانات بازارهای مالی

دهه گذشته شاهد بحرانهای مالی مهمی در بخشهای متعددی از جهان، از جمله آسیای جنوب شرقی، روسیه و آمریکای لاتین بوده است. بحرانها و مسائل ناشی از ابزارهای مشتقه^۱ "ال.تی.سی.ام"، بحران مالی "انرون"^۲، "ورلدکام"^۳، "پارمالات"^۴ و "رفکو"^۵ از این قبیل بوده است.

بررسی تفصیلی این رخدادها منجر به صدها صفحه مطلب در این زمینه می‌گردد (بعنوان مثال رجوع کنید به پارتنوی^۶ ۲۰۰۳ و بانکها^۷ ۲۰۰۴). ولی می‌توان یک روند کلی افزایش نوسان در بازارهای مالی که منجر به این بحرانها شده‌اند را مشاهده نمود. ("تامپل گوگرل"^۷ ۲۰۰۳). در این بخش نگاهی سریع و گذرا به نوسانات بازارهای مالی منتخب به منظور بررسی این پدیده خواهیم داشت.

-
1. LTCM(long term capital management)
 2. Enron
 3. Worldcom
 4. Parmalat
 5. Refco
 6. Partnoy
 7. Tumpel Gugerell

۲-۱- بازارهای سهام

هرچند که بازارهای سهام بدلیل ماهیت خود دارای نوسان می‌باشند، ولی این نوساناتها به سمت عدم ثبات هرچه بیشتر پیش می‌رود. شکل (۱)، داده‌های موجود که مربوط به متوسط صنعتی "داوجونز"^۱ می‌باشند را نمایش می‌دهد.



شکل ۱- نوسانات متوسط صنعتی شاخص داوجونز

منبع: djindex.com

راههای متعددی برای اندازه‌گیری نوسان وجود دارد. یکی از شاخصهای رایج انحراف معیار است.

1. Dow Jones Industrial Average:

یکی از مهمترین شاخصهای قیمت سهام در دنیا که که شیوه وزن دهی آن به صورت قیمتی، تعداد سهام انتخابی برای محاسبه شاخص ۲۰ عدد و بورس مرجع آن بورس سهام نیویورک می‌باشد.

شاخص دیگر تعداد روزهایی است که در آن فاصله بین ارزشهای بالا و پائین ثبت شده شاخص، از یک آستانه مشخص فراتر می‌رود. ("سورنت" ۲۰۰۳). در این بخش ما از شاخص دوم استفاده کرده‌ایم. برای محاسبه نوسان از فرمول زیر استفاده می‌شود:

$$U_t = \frac{\text{کمترین ارزش روز موردنظر} - \text{بیشترین ارزش روز موردنظر}}{\text{ارزش بسته شدن شاخص در روز موردنظر}} = \text{فاصله بین ارزش ها در روز موردنظر } (U_t)$$

این رابطه ریاضی فاصله بین ارزشها را باتوجه به ارزش بسته شدن شاخص، اندازه گیری می‌نماید. $\bar{u}$ را میانگین فاصله بین ارزشها در دوره انتخاب شده در نظر می‌گیریم.

d_t بصورت زیر تعریف می‌شود:

$$d_t = \begin{cases} 1 & \text{اگر } u_t > \bar{u} \\ 0 & \text{در غیر این صورت} \end{cases}$$

و سرانجام V_n را بصورت زیر محاسبه می‌نمائیم:

$$v_n = \sum_{t=1}^n d_t$$

بدین ترتیب، V_n تعداد روزهایی را که فاصله از میانگین نمونه بیشتر شده است اندازه‌گیری می‌نماید. وقتی که $n = 252$ باشد (تعداد روزهای معاملاتی در سال)، از میانگین متحرک V^2 استفاده می‌شود. این انحراف در شکل (۱) نمایش داده شده است.

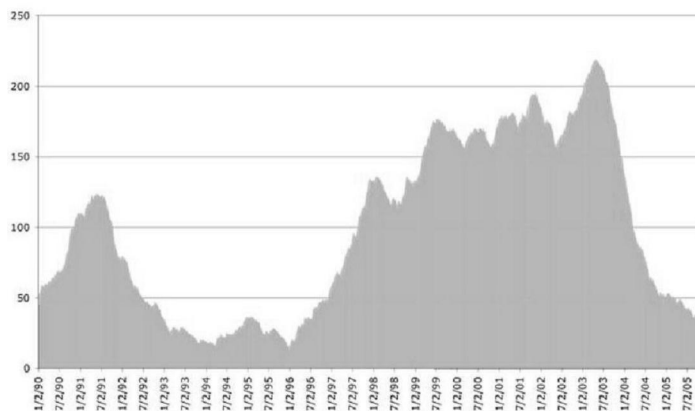
-
1. Sornette
 2. Moving average

دوره مورد نظر برای شاخص "داوجونز"، ۱ ژانویه ۱۹۹۹ تا ۹ دسامبر ۲۰۰۵ می باشد. برای دوره انتخاب شده میانگین فاصله ($\bar{u}$)، ۲/۲٪ است. هم چنانکه از شکل پیداست، در اواخر دهه ۹۰ و اوائل قرن بیستم شاهد نوسان بیشتری نسبت به اوائل دهه ۹۰ هستیم. متوسط تعداد روزهای دارای نوسان در دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۰، ۱۵۹ روز می باشد، درحالیکه متوسط تعداد روزهای دارای نوسان در دوره ۱۹۹۴-۱۹۹۰، ۳۸/۶ روز می باشد. بنابراین متوسط تعداد این روزها در طول این دوره ۴ برابر شده است. مطابق با منابع در دسترس نوسان در سال ۲۰۰۵ کاهش یافته است ولی با این وجود هیچ اطمینانی وجود ندارد که این کاهش نشان دهنده یک روند و یا یک تغییر موقتی نباشد.

شکل شماره (۲)، داده ها را برای شاخص "استاندارد اند پورز ۵۰۰"^۱ نشان می دهد. همچنانکه مشاهده می گردد، نوسان در این دوره در حال افزایش است. متوسط تعداد روزهای دارای نوسان بالا در طول دوره ۱۹۹۴-۱۹۹۰، ۵۲ روز می باشد، درحالیکه این رقم برای دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۰، ۱۵۶ روز است. نوسان در سال ۲۰۰۵ همانند شاخص "داوجونز" کاهش داشته است که ممکن است این تغییر یک روند یا تغییری موقتی باشد.

1. S&P 500:

یکی از مهمترین شاخصهای قیمت سهام دنیا که شیوه وزن دهی آن براساس ارزش بازار بوده، تعداد سهام انتخابی برای محاسبه شاخص ۵۰۰ عدد و بورس مرجع آن بورس سهام نیویورک و بازار خارج از بورس می باشد.



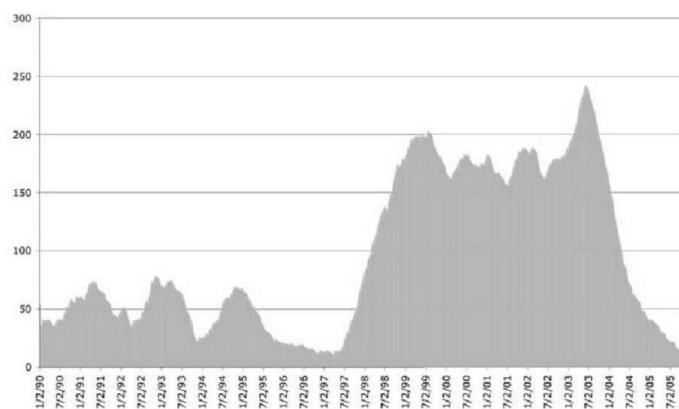
شکل ۲- نوسانات شاخص S&P 500

منبع: finance.yahoo.com

شکل شماره (۳)، نوسان شاخص "اف.تی.اس.ای ۱۰۰" را برای ۱۰۰ شرکت بزرگ ثبت شده در بورس لندن نمایش می‌دهد. الگوی مورد استفاده همانند الگوی شاخصهای "داو جونز" و "استاندارد اند پورز ۵۰۰" می‌باشد. متوسط تعداد روزهای دارای نوسان در طول دوره ۱۹۹۴-۱۹۹۰، ۵۳/۹ روز می‌باشد درحالی‌که این رقم برای دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۰، ۱۵۹ روز است. نوسان در سال ۲۰۰۵ کاهش داشته است. داده‌های آتی دامنه این کاهش را مشخص‌تر می‌نماید.

1. FTSE 100:

یکی از مهمترین شاخصهای قیمت سهام در دنیا که تعداد سهام انتخابی آن برای محاسبه شاخص حداکثر ۱۰۰ عدد، شیوه وزن دهی آن بر مبنای ارزش بازار و بورس مرجع آن بورس سهام لندن می‌باشد.



شکل ۳- نوسانات شاخص FTSE 100

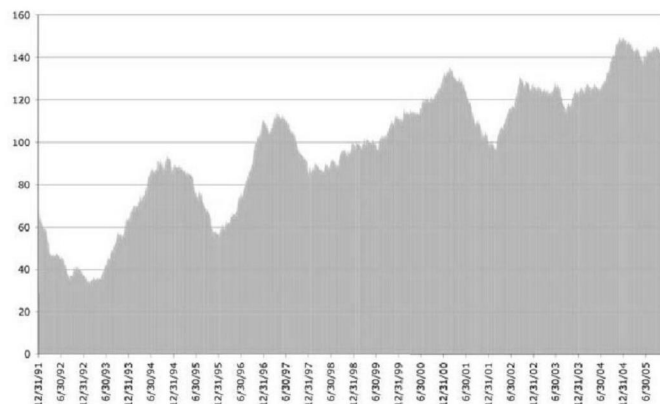
منبع: finance.yahoo.com

۲-۲- بازارهای کالا

اگر بازارهای کالا مورد بررسی قرارگیرد، شاهد روند مشابهی خواهیم بود. شکل شماره (۴)، نوسانات شاخص کالای داوجونز (دی.جی.آ.آ.جی.سی.آی)^۱ را نمایش می‌دهد. شاخص مذکور نشان دهنده آتی‌های^۲ موجود بر روی ۱۹ قلم کالا می‌باشد. این کالاها شامل: کالاهای انرژی (۳۳٪)، حبوبات (۱۸/۴٪)، روغن گیاهی (۲/۷٪)، گوشت حیوان زنده (۱۰/۵٪)، فلزات گرانبها (۸٪)، فلزات صنعتی (۱۸/۲٪) و نوشیدنی‌ها (۹/۲٪) می‌باشد.

1. D.J.A.I.J.C.I

2. Futures



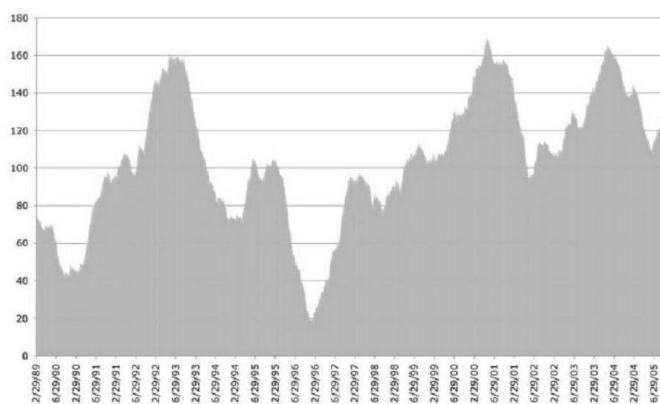
شکل ۴- نوسانات شاخص کالاهای داو جونز

منبع: djindex.com

شکل شماره (۴) تعداد روزهایی را که قدر مطلق تغییر روزانه نسبت به روز قبل، از متوسط تغییرات نمونه بیشتر است، نمایش می‌دهد (۰,۵۷٪). مجموع روزها برای سال گذشته ۲۵۲ روز است. در طول ۱۵ سال گذشته شاهد نوسانات گسترده‌ای بودیم. این مسئله ممکن است به دلیل جنگ عراق و تأثیر آن بر قیمت‌های نفت باشد، اما افزایش نوسانات قبل از آن شروع شده بود. شکل شماره (۴) نیز نشان دهنده این مسئله می‌باشد. متوسط روزهای دارای نوسان در هر سال در دوره ۱۹۹۴-۱۹۹۱، ۵۷ روز می‌باشد، در حالیکه برای دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۱، ۱۲۳ روز است.

۲-۳- بازارهای ارز

شکل شماره (۵)، نوسان در نرخ معاوضه سیدی از ارزهای متفاوت در مقابل دلار آمریکا را بر اساس "شاخص یو.اس.دی.ایکس"^۱ که توسط هیئت مدیره بورس نیویورک بوجود آمده و متشکل از "یورو" (۵۷/۶٪)، "ین" (۱۳/۶٪)، "پوند انگلستان" (۱۱/۹٪)، "دلار کانادا" (۹/۱٪)، "کرونا سوئیس" (۴/۲٪) و "فرانک سوئیس" (۳/۶٪) می باشد، نشان می دهد.



شکل ۵- نوسانات شاخص USDX

منبع: nybot.com

شکل مذکور نشان دهنده تعداد روزهایی است که تفاوت بین بالاترین و پایین ترین ارزش شاخص، "یو.اس.دی.ایکس" - بعنوان درصدی از ارزش بسته شدن شاخص - از میانگین این تفاوت در طی دوره مورد نظر

بیشتر است (۰/۷۳٪). از آنجائیکه بازار ارز شبانه‌روزی است، تعداد روزها ۳۶۵ روز در نظر گرفته می‌شود.

بطور کلی، نوسان "یو.اس.دی.ایکس" از سال ۱۹۹۷ به بعد نسبت به قبل از آن، بسیار بیشتر است. متوسط تعداد روزهای دارای نوسان در هر سال در دوره ۱۹۹۴-۱۹۹۰، ۱۰۶/۵ روز می‌باشد، در حالیکه این رقم برای دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۰، ۱۳۴ روز است. که نشانگر بیش از ۲۶٪ افزایش در نوسان می‌باشد. میانه‌های دو دوره به ترتیب ۱۰۰/۵ و ۱۳۸ می‌باشد که نشان‌دهنده ۳۸٪ تفاوت است.

جدول زیر نتایج ذکر شده را خلاصه می‌کند.

۱۹۹۰-۱۹۹۴		۲۰۰۰-۲۰۰۴		
میانگین	میانه	میانگین	میانه	شاخص
۳۸,۶	۲۷	۱۵۹,۴	۱۹۹	DIJA
۵۲,۱	۳۶	۱۵۶	۱۷۶	S&P500
۵۳,۹	۵۷	۱۵۸,۹	۱۷۴	FTSE100
۵۷	۵۲	۱۲۳	۱۲۴	شاخص کالای DJ
۱۰۶,۵	۱۰۰,۵	۱۳۴,۴	۱۳۸	شاخص USDX

جدول شماره (۱)- برای این شاخص نمونه انتخاب شده از سال ۱۹۹۱ شروع می‌شود. ارقام نشان داده شده برای سالهای ۱۹۹۴-۱۹۹۱ و ۲۰۰۴-۲۰۰۱ می‌باشد. فاصله بین بالاترین و پائین‌ترین ارزش بوسیله درصد تغییرات قیمت اندازه‌گیری شده است.