

تحلیل فقهی - اقتصادی اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از مشتقات پوشش ریسک نقدینگی در بانکداری اسلامی (مطالعه موردی: بانکداری ایران)

دکتر سید عباس موسویان*
محمد صفری**

چکیده

مهم‌ترین دارایی‌های جاری هر بانک وجوه نقد است. وجود وجه نقد انعطاف‌پذیری مالی بانک و نبود آن ریسک نقدینگی بانک را افزایش می‌دهد. به‌طور کلی علل پدید آمدن ریسک نقدینگی در دو مورد، برداشت سپرده‌ها توسط سپرده‌گذاران و تعهدهای خارج از ترازنامه خلاصه می‌شود. از آنجا که بازپس‌گیری گسترده سپرده‌ها توسط مشتریان، بانک را با ریسک ورشکستگی مواجه می‌سازد و نگهداری بیش از نیاز وجوه نقد نیز سوددهی بانک را کاهش می‌دهد، به‌کارگیری ابزارهای پوشش ریسک نقدینگی برای بانک بسیار ضروری است. این مقاله با معرفی «اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری» به‌عنوان ابزار پوشش ریسک نقدینگی و با بهره‌گیری از روش تحقیق توصیفی و نیز تحلیلی - استنباطی، به بررسی فقهی این ابزار می‌پردازد. نتایج مقاله نشان می‌دهد که مطابق موازین فقه امامیه، قرارداد اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری، قراردادی صحیح است و به‌کارگیری آن در بانکداری اسلامی مانعی ندارد.

واژه‌های کلیدی: بانکداری اسلامی، ریسک نقدینگی، مشتقات، اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری و فقه امامیه.

طبقه‌بندی JEL : G33, E58, G24, G32, D81

۱. مقدمه

وجوه نقد مهم‌ترین دارایی جاری در نهادهای مالی به‌ویژه بانک‌هاست. در صورتی که نهاد مالی قابلیت دسترسی سریع به وجوه نقد با هزینه مناسب و در زمان مناسب را داشته باشد، به‌عنوان یک نهاد مالی با قابلیت نقدینگی بالا شناخته می‌شود و از سوی دیگر عدم کفایت نقدینگی موجب افزایش ریسک نقدینگی و بروز مشکلات مالی خواهد شد. یک بحران نقدینگی می‌تواند اثر شدیدی بر هزینه تأمین وجوه بانک، توانایی تأمین وجوه کوتاه‌مدت و دسترسی به بازار را داشته باشد. سیستم‌ها و فرایندهای کافی برای تشخیص، اندازه‌گیری، نظارت و کنترل ریسک نقدینگی می‌تواند به بانک‌ها در جهت حفظ یک موقعیت نقدینگی قوی کمک کند که این موضوع به نوبه خود اطمینان سرمایه‌گذاران و نهادهای رتبه‌بندی را افزایش می‌دهد و در نتیجه هزینه‌های تأمین وجوه و وضعیت دستیابی به آن را بهبود می‌بخشد.

ریسک نقدینگی بر اثر ناتوانی یک بانک در تأدیه و کاهش بدهی‌ها یا تأمین منابع برای افزایش دارایی‌ها به‌وجود می‌آید. در مواقعی که بانک از نقدینگی کافی برخوردار نباشد، نمی‌تواند با سرعت و هزینه معقول، منابع لازم را از محل افزایش بدهی یا تبدیل دارایی به وجه نقد تأمین کند و این امر بر سودآوری بانک اثر می‌گذارد. در شرایط بحرانی، نداشتن نقدینگی کافی حتی به ورشکستگی بانک می‌انجامد. بنابراین مدیریت نقدینگی از اهمیت بالایی برخوردار است. یکی از رهیافت‌های مدیریت ریسک نقدینگی، پوشش آن است. منظور از پوشش ریسک نقدینگی، بهره‌گیری از ابزارها و سازوکارهایی است که بانک را در برابر پیامدهای منفی ریسک نقدینگی مصون می‌کند.

این مقاله ابزار مشتقه‌ای به‌نام «اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری» را معرفی می‌کند و به امکان استفاده از آن در بانکداری اسلامی می‌پردازد. از این‌رو ابتدا فرایند مدیریت ریسک نقدینگی و علل پدید آمدن آن مرور و سپس، ابزارهای مدیریت آن در بانکداری بررسی می‌شود. در ادامه «اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری» به‌عنوان یکی از ابزارهای پوشش ریسک نقدینگی معرفی و کاربرد آن در صنعت بانکداری تبیین می‌شود. در نهایت با بررسی فقهی قرارداد اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری و امکان‌سنجی اقتصادی به‌کارگیری آن، امکان استفاده از این ابزار در بانکداری اسلامی بررسی می‌شود. روش تحقیق در این مقاله از نوع توصیفی و نیز تحلیلی-استنباطی است. از این‌رو ابتدا ابزار اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری تبیین می‌شود و سپس با مطالعه منابع فقهی این قرارداد با آموزه‌های فقه امامیه تطبیق، توصیف و تبیین می‌شود.

۲. پیشینه تحقیق

«احمد»^۱ (۲۰۰۱) عدم وجود بازار پولی و نیز ابزارهای پولی کارا و مناسب را دو عامل مهم در ناتوانی مدیریت مازاد نقدینگی در کشورهای اسلامی می‌داند و نتیجه می‌گیرد که می‌توان بعضی از ابزارهای پولی متعارف را پس از انطباق با اصول اسلامی جهت مدیریت مازاد نقدینگی در بانکداری اسلامی به کار برد.

«سلیمان»^۲ (۲۰۰۴) بر مسئله کمبود نقدینگی بانک‌های اسلامی تأکید می‌کند. وی با شناسایی ریسک نقدینگی در روش‌های مختلف تأمین مالی که توسط بانک‌های اسلامی به کار گرفته می‌شود، اقدامات بانک برای مقابله با هر کدام از وضعیت‌های مزبور را مطالعه می‌کند.

«عبدالمجید و عبدالرئیس»^۳ (۲۰۰۳) با بیان این حقیقت که بیشتر ابزارهای مدیریت نقدینگی مبتنی بر بهره هستند و به کارگیری آنها در بانکداری اسلامی جایز نیست، به تلاش اندیشمندان مسلمان جهت طراحی ابزارهای پولی بین بانکی در بانکداری اسلامی اشاره می‌کند. از یافته‌های این تحقیق، شفاف‌سازی زیرساخت‌های قانونی و نهادی برای توسعه و پیاده‌سازی هر چه بیشتر این قبیل ابزارهاست.

«ریفکی»^۴ (۲۰۱۰) با هدف مطالعه رفتار نقدینگی سپرده گذاران بانک‌های اسلامی در سه حوزه انگیزه افتتاح حساب، رفتار در قبال سود سپرده و تصمیم به برداشت پول، ضمن ارائه چارچوب مفهومی «منابع بالقوه ناتوانی نقدینگی» چنین نتیجه می‌گیرد که بانک‌های اسلامی باید فرهنگ‌سازی و آموزش مفاهیم بانکداری مبتنی بر شریعت اسلامی را در سرلوحه وظایف خود قرار دهند؛ زیرا بسیاری از مشکلات نقدینگی بانک‌های اسلامی ناشی از انتظارات نادرست سپرده‌گذاران از آنهاست.

«بادوری و همکاران»^۵ (۲۰۰۷) با بیان ضرورت بررسی ابزارهای پوشش ریسک نقدینگی، پنج ابزار مشتقه جهت پوشش ریسک نقدینگی را معرفی می‌کند که در بخش ادبیات موضوع ذکر خواهد شد.

«موسویان و کاوند» (۱۳۸۹) ریشه‌های پیدایش ریسک نقدینگی را بررسی و بسته‌ای از ابزارهای پوشش آن را ارائه می‌کنند.

1. Ahmed.

3. Abdul Majid & Abdul Rais.

5. Bhaduri & et al.

2. Salman.

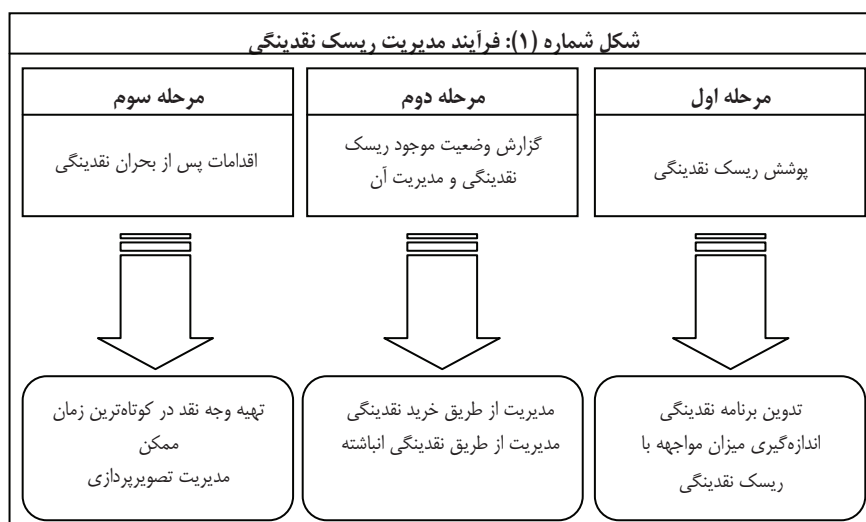
4. Rifki.

همان‌طور که در ادبیات بحث نقدینگی در بانکداری اسلامی ملاحظه می‌شود، کمبود نقدینگی امروزه یکی از مهم‌ترین مسائل بانک‌های اسلامی به شمار می‌رود و عدم توجه به آن، بانکداری اسلامی را با چالش‌های جدی مواجه می‌کند. تحقیقات در حوزه ریسک نقدینگی بانکداری اسلامی بیشتر به روش‌های شناسایی ریسک و چگونگی اندازه‌گیری آن پرداخته‌اند، حال آنکه طراحی و به‌کارگیری ابزارهای مشتقه برای پوشش ریسک نقدینگی به‌رغم دارا بودن مزایای متعدد برای بانکداری اسلامی همچنان مغفول واقع شده است. از این‌رو مطالعه درباره استفاده از مشتقات نقدینگی در بانکداری اسلامی، ضروری می‌نماید. البته تاکنون تحقیقات گسترده‌ای درباره قرارداد اختیار معامله و تحلیل فقهی و اقتصادی آن انجام شده است که از جمله آنها می‌توان به مطالعات معصومی‌نیا (۱۳۸۹)، فطانت و آقاپور (۱۳۸۰) و معصومی‌نیا و سیدی‌نیا (۱۳۸۹) اشاره کرد. اما این مقاله اختیار فروش گواهی سپرده سرمایه‌گذاری را به‌عنوان یک نوع اختیار معامله معرفی و سپس به کاربرد آن برای پوشش ریسک نقدینگی در حوزه بانکداری اشاره می‌کند. بدین ترتیب نوآوری این مقاله در کاربرد یک ابزار مشتقه در حوزه مدیریت ریسک صنعت بانکداری اسلامی است.

۳. ادبیات موضوع

ریسک نقدینگی، ریسک ناشی از فقدان نقدینگی لازم به‌منظور پوشش تعهدات کوتاه‌مدت و خروجی‌های غیرمنتظره وجوه است (سوآندرز و همکاران، ۲۰۰۳، ص ۴۲۴). به‌طور کلی ریسک نقدینگی ناشی از دو دسته عوامل است: نخست، عوامل مربوط به سمت بدهی‌های ترازنامه و دوم، عوامل مربوط به سمت دارایی‌های ترازنامه (سوآندرز، ۲۰۰۳، ص ۴۲۵-۴۲۹). دسته اول زمانی منجر به پدید آمدن ریسک نقدینگی برای بانک می‌شود که سپرده‌گذاران سپرده‌ها را از حساب‌های خود برداشت کنند. به‌دلیل ماهیت فعالیت بانک‌ها که اغلب وام‌های بلندمدت اعطا می‌کنند و در عوض سپرده‌های کوتاه‌مدت می‌پذیرند، این ریسک برای بانک وجود دارد که در برابر درخواست سپرده‌ها توسط مشتریان ناتوان باشد. از این‌رو هر بانک باید با محاسبه میزان جریان نقد خروجی در هر دوره زمانی، ریسک نقدینگی خود را پوشش دهد. تأثیر این دسته از عوامل بر کاهش میزان بدهی‌ها نمایان‌گر می‌شود.

اما دسته دوم از عوامل هنگامی ریسک نقدینگی برای بانک پدید می‌آوردند که بانک تعهدهای خارج از ترازنامه^۱ داشته باشد. بانکی را فرض کنید که طی قراردادهای متفاوت متعهد به پرداخت وام به شرکت‌های گوناگون شده است، چنانچه هرکدام از این شرکت‌ها قرارداد تعهد وام خود را به اجرا بگذارد، چنین پرداختی، بانک را با ریسک نقدینگی مواجه می‌کند و اثر این دسته از عوامل در افزایش میزان دارایی‌ها نمایان می‌شود. هرکدام از این دو دسته عوامل در شرایط حاد خود می‌تواند بانک را با ریسک ورشکستگی^۲ مواجه نماید. بنابراین پیش‌بینی، تحلیل و برنامه‌ریزی برای رفتار سپرده‌گذاران از مهم‌ترین فعالیت‌های مدیریت ریسک نقدینگی در حوزه صنعت بانکداری است. به‌طور کلی فرایند مدیریت ریسک نقدینگی بر سه حوزه اصلی پیش از مواجهه با بحران نقدینگی، هنگام مواجهه و پس از مواجهه متمرکز است (شکل شماره ۱). در ادامه هر یک از این مراحل به‌طور خلاصه تبیین می‌شود.



Source: Barfield, R & Venkat, S(2011)

۳-۱. مرحله اول: پیش از بحران نقدینگی

یکی از مهم‌ترین اقدامات بانک در این مرحله، پوشش ریسک نقدینگی است. منظور از پوشش ریسک نقدینگی، بهره‌گیری از ابزارها و سازوکارهایی است که بانک را در برابر

1. Off-balance sheet Commitment.

2. Insolvency Risk.

پیامدهای منفی ریسک نقدینگی مصون می‌کند. تدوین برنامه نقدینگی، اندازه‌گیری میزان مواجهه با ریسک نقدینگی و استفاده از ابزارهای پوشش ریسک نقدینگی از مهم‌ترین فعالیت‌های مدیریت در مرحله پیش از بحران نقدینگی است.

۳-۱-۱. برنامه‌ریزی نقدینگی^۱

مهم‌ترین مزیت برنامه‌ریزی نقدینگی آن است که مدیر را قادر می‌کند قبل از پدید آمدن مسئله نقدینگی، منابع تأمین نقدینگی مورد نیاز را تعیین و آنها را اولویت‌بندی کند. چنین برنامه‌ای از یک سو هزینه تأمین وجوه نقد مورد نیاز را کاهش می‌دهد و از سوی دیگر از میزان ذخایر نقد که نهاد سپرده‌پذیر برای مواجهه با ریسک نقدینگی نگهداری می‌کند، می‌کاهد. هر برنامه نقدینگی از چهار جزء اصلی ذیل تشکیل می‌شود (سوآندرز، ۲۰۰۳، ص ۴۳۴).

الف) توصیف وظایف و مسئولیت‌های مدیریتی: هر برنامه نقدینگی باید مسئولیت‌های مدیران را برای زمانی که مسئله نقدینگی برای بانک پدید می‌آید، مشخص کند. یعنی برنامه باید مشخص کند که هنگام پدید آمدن مسئله نقدینگی، کدام مدیر، مسؤول تعامل با بانک مرکزی جهت استقراض است و کدام مدیر باید به عموم مردم اطلاع‌رسانی کند و میزان اطلاعاتی که باید منتشر شود چقدر است؟

ب) تعیین الگوهای سپرده‌گذاری مختلف و طبقه‌بندی سپرده‌گذاران در این الگوها: برنامه نقدینگی باید با استفاده از الگوهای سپرده‌گذاری مختلف، قدرت پیش‌بینی مطالبه سپرده را برای هر طبقه از سپرده‌گذاران ایجاد کند. به عنوان مثال صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله سپرده‌گذارانی هستند که هنگام وقوع بحران بی‌درنگ سپرده‌های خود را طلب می‌کنند.

ج) تعیین میزان بالقوه سپرده‌هایی که در سررسیدهای مختلف مطالبه می‌شوند: برنامه نقدینگی باید میزان وجوه نقد خروجی بانک را در سررسیدهای مختلف مثل یک ماهه، سه ماهه، شش ماهه و... محاسبه کند.

د) تعیین محدودیت‌های درونی بانک در استقراض از منابع مختلف: برنامه نقدینگی باید میزان ریسکی که بانک می‌تواند در خرید هر یک از ابزارها تحمل کند و

1. Liquidity Planning.

محدودیت‌های داخلی بانک را شامل شود.

۳-۱-۲- اندازه‌گیری میزان مواجهه با ریسک نقدینگی^۱

هر بانک برای مدیریت اثربخش ریسک نقدینگی، ناگزیر از اندازه‌گیری میزان مواجهه ریسک نقدینگی است. از آنجا که ریسک نقدینگی به صورت روزانه بانک را متأثر می‌کند، برای مدیریت آن، نیاز به برنامه‌ریزی و نظارت متناوب است. مهم‌ترین شاخص‌ها و مدل‌هایی که برای اندازه‌گیری میزان مواجهه با ریسک نقدینگی استفاده می‌شود عبارتند از (سوآندرز، ۲۰۰۳، ص ۴۲۹-۴۳۶):

الف) منابع و مصارف نقدینگی؛^۲ ب) مقایسه نسبت‌های نقدینگی بانک با بانک‌های مشابه؛^۳ ج) شاخص نقدینگی؛^۴ د) شکاف تأمین مالی و نیازهای تأمین مالی؛^۵ و ه) رویکرد بانک تسویه بین المللی: نردبان سرسید/ تحلیل سناریو.^۶

۳-۱-۳- پوشش ریسک نقدینگی

به‌کارگیری ابزارهای مشتقه جهت پوشش ریسک نقدینگی برخلاف ریسک اعتباری، تاکنون توجه مهندسان مالی را آنچنان که باید، به خود معطوف نداشته است؛ ولی با این وجود مشتقات معدودی برای پوشش ریسک نقدینگی توسط اندیشمندان مالی پیشنهاد شده است (بادوری، ۲۰۰۷، ص ۸۱-۸۶) که از میان آنها می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

الف) اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری؛^۷ ب) اختیار فروش بازدهی صندوق‌های پوششی؛^۹ ج) سوآپ بازدهی صندوق‌های پوششی؛^{۱۰} د) سوآپشن صندوق‌های پوششی^{۱۱} و ه) اختیارات نقدینگی.^{۱۲}

در این مقاله فقط اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری به‌عنوان یک ابزار پوشش ریسک نقدینگی معرفی و بررسی فقهی می‌شود تا با به‌کارگیری آن در بانکداری اسلامی از میزان مواجهه این بانک‌ها با ریسک نقدینگی کاسته شود.

1. Measuring a Bank's Liquidity Exposure.

2. Sources and Uses of Liquidity.

3. Peer Group Ratio Comparisons.

4. Liquidity Index.

5. Financing Gap and the Financing Requirement.

6. BIS Approach: Maturity Ladder/ Scenario Analysis.

7. Bhaduri.

8. Withdrawal Options.

9. Hedge fund return puts.

10. Hedge fund return swaps.

11. Hedge fund return swaption.

12. Liquidity Options.

۳-۲- هنگام بحران نقدینگی

هر نهاد سپرده‌پذیر به‌طور عمده، دو راهکار برای مدیریت ریسک نقدینگی دارد (سوآندرز، ۲۰۰۳، ص ۴۲۷-۴۲۸): الف) مدیریت از طریق خرید نقدینگی؛^۱ ب) مدیریت از طریق نقدینگی انباشته.^۲

نهادهای سپرده‌پذیر به‌طور سنتی از روش دوم؛ یعنی از طریق نقدینگی انباشته، ریسک نقدینگی را مدیریت می‌کردند. اما امروزه بیشتر بانکهای تجاری جهان با روش اول؛ یعنی از طریق خرید نقدینگی این ریسک را مدیریت می‌کنند. در این روش بانک با مراجعه به فرصت‌های موجود در بازار پول همچون استقراض از بانک مرکزی و استفاده از وام‌های بین بانکی، ریسک نقدینگی را مدیریت می‌کند. نقطه ضعف این روش، گران بودن آن است. به‌عنوان مثال نرخ‌های بانکی که بانک مرکزی بابت وام اعطایی به بانک درخواست می‌کند، به مراتب بیشتر از سود سپرده‌ای است که بانک به سپرده‌گذار می‌دهد. اما نقطه قوت این روش این است که سمت راست ترازنامه طوری تنظیم می‌شود که اندازه بنگاه به‌واسطه تغییر در سپرده‌ها تغییر نکند. این مهم‌ترین دلیل استفاده از این روش توسط بزرگترین بانک‌های دنیا است. اما در روش دوم یعنی مدیریت از طریق نقدینگی انباشته، نهاد سپرده‌پذیر می‌تواند از طریق تبدیل بعضی از دارایی‌ها به پول نقد، ریسک را مدیریت کند. در قدیم و به‌طور سنتی بانک‌ها این فعالیت را از طریق نقدینگی انباشته‌ای که از ذخیره قانونی نزد بانک مرکزی داشتند، انجام می‌دادند. هر بانک تجاری باید به‌عنوان نرخ ذخیره قانونی همواره نزد بانک مرکزی حداقل وجوهی را حفظ کنند. در اهمیت این روش قابل ذکر است که در کشوری مثل انگلستان که در آن بانک مرکزی رسمی وجود ندارد، تمامی بانک‌های تجاری حدود یک درصد از دارایی‌هایشان را به‌صورت ذخیره نقدینگی نگهداری می‌کنند. هزینه‌هایی که بنگاه در این روش می‌پردازد، افزون بر کاهش در دارایی‌ها، نگهداری مقداری پول نقد است که به آن بهره‌ای تعلق نمی‌گیرد. بنابراین هزینه فرصت بانک در این روش این است که مبلغ نقد انباشته را نمی‌تواند سرمایه‌گذاری کند و در نهایت اینکه اگر این دو روش یعنی مدیریت از طریق خرید نقدینگی و مدیریت از طریق نقدینگی انباشته بدیل‌های یک بنگاه باشند، پس هر بنگاه می‌تواند از آنها به‌صورت ترکیبی نیز استفاده نماید.

1. Purchased liquidity management.

2. Stored liquidity management.

۳-۳- مرحله سوم: پس از بحران نقدینگی

پس از بحران نقدینگی، بانک دو وظیفه عمده بر عهده دارد: نخست اینکه با فروش دارایی‌های غیرجاری خود، طلب آن دسته از سپرده‌گذاران را که هنوز موفق به دریافت وجوه خود نشده‌اند باز پس دهد و دوم اینکه با مدیریت تصویرپردازی مشتریان از بانک، مانع از بدتر شدن وجهه بانک نزد آنان شود. در این راستا تشکیل کارگروه ریسک نقدینگی می‌تواند بسیار مؤثر باشد. اساساً از آنجا که مدیریت نقدینگی فرایندی مستمر و مستلزم برنامه‌ریزی‌های بلندمدت و اتخاذ تصمیم در کوتاه‌مدت است، تشکیل کارگروهی برای مدیریت ریسک نقدینگی امری ضروری است. برگزاری جلسات منظم با مدیر عالی اجرایی بانک و مدیران روابط عمومی از وظایف این کارگروه است. شهرت بانک و نگاه افکار عمومی به آن بر میزان ریسک نقدینگی بانک بسیار مؤثر است. اگر بانک به اندازه کافی شهرت داشته باشد و در افکار عمومی بانکی معتبر شناخته شود، هنگام پدید آمدن مسئله نقدینگی، میزان برداشت سپرده‌ها توسط سپرده‌گذاران کمتر خواهد بود و بالعکس چنانچه بانک نوپا باشد، هنگام پدید آمدن مسئله نقدینگی، میزان برداشت سپرده‌ها توسط مشتریان بیشتر خواهد بود و این هم‌افزایی منفی منجر به پدید آمدن بحران نقدینگی برای چنین بانکی می‌شود. از این‌رو تشکیل کارگروه ریسک نقدینگی هنگام پدید آمدن بحران نقدینگی و البته با حضور مدیران روابط عمومی و ارائه گزارش توسط آنان به مدیر ریسک نقدینگی در این باره بسیار راه‌گشاست.

تا اینجا سعی شد تصویر جامعی از مراحل بحران نقدینگی برای یک بانک تصویر شود تا افزون بر پی‌بردن به اصل ضرورت و فواید مدیریت ریسک نقدینگی، جایگاه ابزارهای مدیریت ریسک نقدینگی و از جمله مشتقات نقدینگی نیز تبیین شود. در جدول (۱) ابزارهای رایج مدیریت نقدینگی در بانک‌های ایرانی بیان و پس از مقایسه این ابزارها، مزایا و معایب هر کدام ارائه می‌شود.

جدول ۱: مقایسه ابزارهای مدیریت ریسک نقدینگی در بانکداری ایران

ردیف	نام ابزار	توضیح	مزایا	معایب
۱	ذخیره قانونی	طبق قانون، مؤسسه‌های سپرده‌پذیر موظفند بخشی از سپرده‌ها را به بانک مرکزی تحویل دهند.	جلوگیری از ورشکستگی بانک‌ها زمان هجوم احتمالی سپرده‌گذاران	هزینه فرصت بالا با امکان بیمه‌کردن سپرده‌ها، ضرورت نگهداری ذخیره‌ها منتفی است
۲	ذخیره احتیاطی	مؤسسات سپرده‌پذیر ترجیح می‌دهند ذخایری بیش از ذخایر قانونی نگه دارند تا در صورت لزوم از آن استفاده کنند.	زمان کم برای برطرف کردن نیاز نقدینگی	هزینه فرصت بالا
۳	استقراض از بانک مرکزی	بانک‌ها هنگام مواجهه با مسئله نقدینگی اقدام به اضافه برداشت از حساب خود نزد بانک مرکزی کنند.	سرعت بالا در تأمین نقدینگی	هزینه بالا به علت ایجاد ناپایداری در نظام مالی و اعتباری نرخ بالای تأمین مالی (هم اکنون حدود ۲۵٪) زمان سررسید استقراض کوتاه و بیشتر برای رفع مشکلات موقت بانک‌ها است
۴	استقراض از سایر بانک‌ها	در این روش بانک‌هایی که به نقدینگی نیاز دارند از سایر بانک‌ها به صورت کوتاه مدت وام می‌گیرند.	زمان سررسید منعطف: به طور معمول زمان سررسید یک شب تا یک سال است.	حجم محدودی از نقدینگی با استفاده از این روش قابل تأمین است. هنگام وقوع بحران نقدینگی در سطح ملی، امکان استفاده از این روش وجود ندارد.
۵	انتشار اوراق بهادار (مشارکت، گواهی سپرده، انواع صکوک و...)	بانک برای تأمین مالی بخشی از فعالیت‌های خود اقدام به امکان‌سنجی و انتشار اوراق مزبور می‌کند.	تأمین نقدینگی در میالغ مختلف و با حجم مورد نیاز سررسیدهای متفاوت و منعطف	زمان بر بودن فرایند انتشار اوراق تنها برای نیازهای نقدینگی برنامه‌ریزی شده قابل استفاده است.
۶	تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی‌ها	در این روش بانک با انتخاب تعدادی از دارایی‌ها (وام‌ها و تسهیلات) خود و فروش نقدی آن‌ها به واسطه و خروج آن‌ها از ترانزانه خود به نقدینگی دست می‌یابد.	بهبود نسبت کفایت سرمایه، کاهش ریسک اعتباری، افزایش توان وام‌دهی بانک	گرایش به مقررات زدایی و سفته‌بازی بانک‌های متعارف و استفاده بی‌رویه از این ابزار عامل اصلی ریسک در بحران مالی سال ۲۰۰۸
۷	مشتقات نقدینگی*	بانک با اتخاذ موقعیت مناسب در بازار مشتقات نقدینگی، ریسک نقدینگی خود را پوشش می‌دهد.	ایجاد اطمینان برای برنامه‌ریزی فعالیت‌های بانک، پوشش کامل ریسک نقدینگی، سرعت بالا در تأمین نقدینگی جلوگیری از ورشکستگی بانک زمان هجوم احتمالی سپرده‌گذاران	به کارگیری این ابزارها مستلزم محاسبه‌های بسیار پیچیده و دانش ریاضی بمنظور ارزیابی و قیمت‌گذاری است. اگر مقررات بازدارنده نباشد، ممکن است به ماهیت ضد فلسفه وجودی تبدیل شود.

* مشتقات نقدینگی همان‌گونه در ایران استفاده نمی‌شود؛ اما در این مقاله به کارگیری آن در بانکداری اسلامی بررسی و پیشنهاد می‌شود.

منبع: بانک مرکزی (۱۳۸۷) و (۱۳۸۳)، شورای پول و اعتبار (۱۳۹۱).

همان‌طور که مشاهده می‌شود مشتقات نقدینگی با وجود دارا بودن مزایای فراوان نسبت به دیگر ابزارها، در بانکداری ایران از هیچ جایگاهی برخوردار نیست؛ بنابراین در بخش بعد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از مشتقات نقدینگی تعریف و کاربرد آن در بانکداری اسلامی تبیین می‌شود.

۴. اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری

بسیاری از سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری در نهادهای مالی با ریسک نقدینگی مواجه هستند؛ یعنی سرمایه‌گذار طی قرارداد سرمایه‌گذاری متعهد می‌شود که در طول دوره سرمایه‌گذاری، مبلغ سرمایه‌گذاری شده را درخواست ننماید. این نوع ریسک که شدیدترین شکل ریسک نقدینگی است، «بلوکه شدن»^۱ نام دارد و اغلب سرمایه‌گذارانی که ترجیح می‌دهند در نهادهای مالی همچون «صندوق‌های پوششی»^۲، سرمایه‌گذاری کنند، با آن مواجه می‌شوند. به‌طور معمول مدت زمان بلوکه‌شدن سرمایه در این صندوق‌ها یک تا دو سال است. از این‌رو سرمایه‌گذاران همواره در جستجوی ابزارهایی هستند که به‌وسیله آن موقعیت خود را در قبال این ریسک پوشش دهند.

یکی از ابزارهای پوشش ریسک نقدینگی، «اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری» نام دارد. اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار را قادر می‌کند که سرمایه‌گذاری بلوکه‌شده خود را به فروشنده اختیار بفروشد (شکل شماره ۲) و به قیمت بازاری سپرده سرمایه‌گذاری دست یابد. به‌عنوان مثال صندوقی را در نظر بگیرید که با جمع‌آوری وجوه سرمایه‌گذاران، در یکی از حوزه‌های زمین و ساختمان، ارز و طلا یا اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری می‌کند. چنانچه یک سرمایه‌گذار افزون بر سرمایه‌گذاری در این صندوق «اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری» نیز خرید کند، براساس قرارداد مزبور این اختیار را خواهد داشت که در صورت اعمال اختیار، سهم خود از دارایی‌های صندوق یا همان واحدهای سرمایه‌گذاری^۳ را به قیمت بازار به فروشنده اختیار بفروشد. بدین ترتیب سرمایه‌گذار با ورود به چنین قراردادی، ریسک نقدینگی را به‌طور کامل پوشش می‌دهد.

فرض کنید سرمایه‌گذاری مبلغ ۱,۰۰۰,۰۰۰ ریال در یک صندوق پوششی، سرمایه‌گذاری کند و در ضمن قرارداد متعهد می‌شود که در طول دوره دو ساله

1. Lock up.

2. Hedge Fund.

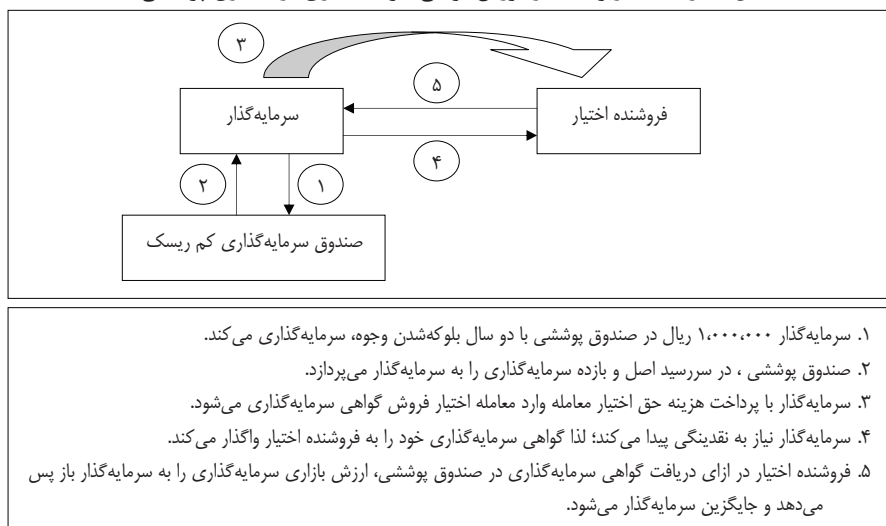
3. Investment Units.

سرمایه‌گذاری مبلغ سرمایه‌گذاری شده را درخواست ننماید. فرض کنید بازده انتظاری سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری در این صندوق بیست درصد برای هر سال است؛ یعنی او در پایان دوره سرمایه‌گذاری، انتظار دارد ۱،۴۰۰،۰۰۰ ریال دریافت کند. پس از انعقاد قرارداد، وی مبلغ ۱،۰۰۰،۰۰۰ ریال را در اختیار صندوق قرار می‌دهد و صندوق نیز در سررسید، اصل و بازده حاصل از سرمایه‌گذاری را به وی پرداخت می‌کند. فرض کنید سرمایه‌گذار در طول دوره قبل از سررسید به وجه نقد احتیاج پیدا کند و پس از شش ماه بخواهد سپرده خود را از صندوق برداشت کند. اما با توجه به تعهد وی مبنی بر عدم داشتن چنین درخواستی از صندوق، سرمایه‌گذار با شدیدترین نوع ریسک نقدینگی که همان بلوکه‌شدن پول است، مواجه می‌شود. بنابراین ابزاری که بتواند او را در مواجهه با این ریسک پوشش دهد، ابزاری مناسب و مورد استقبال وی خواهد بود. اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری یکی از این ابزارهاست.

سرمایه‌گذار با خرید اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری، این امکان را خواهد داشت که در طول مدت سرمایه‌گذاری، هر زمان که به نقدینگی نیاز پیدا کند، سرمایه‌گذاری خود در صندوق پوششی را به قیمت بازاری به فروشنده اختیار بفروشد. فروشنده اختیار در ازای اعطای حق فروش به خریدار، از وی مبلغی با عنوان «قیمت حق اختیار معامله»^۱ - که در این مثال، ۴۰۰۰ ریال است - دریافت می‌کند. بنابراین سرمایه‌گذار با اعمال اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری، ارزش بازاری سرمایه‌گذاری - که در این مثال ۱،۱۰۰،۰۰۰ ریال است - را دریافت و گواهی سرمایه‌گذاری در صندوق پوششی را به فروشنده اختیار واگذار می‌نماید. بعبارت دیگر سرمایه‌گذار با اعمال اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری، واحدهای سرمایه‌گذاری یا همان سهم خود از دارایی‌های صندوق را به قیمت روز به فروشنده اختیار سرمایه‌گذاری می‌فروشد. بدیهی است در این حالت سرمایه‌گذار از قرارداد اولیه با صندوق پوششی خارج می‌شود و هیچ‌گونه ادعایی نسبت به اصل یا سود مبلغ سرمایه‌گذاری شده در صندوق پوششی نخواهد داشت و در عوض فروشنده اختیار معامله جایگزین او می‌شود.

1. Premium.

شکل شماره (۲): کاربرد اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری در صندوق پوششی



قیمت گذاری اختیارات فروش سرمایه گذاری مستلزم مدل سازی برداشت وجوه سرمایه گذاران است. در این حوزه تحقیقات زیادی انجام نشده است. ارزش اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری از آنجا ناشی می شود که امکان بازپس گیری یک سرمایه گذاری را در هر زمان که دارنده آن نیاز به نقدینگی داشته باشد، برای وی فراهم می کند. افزون بر این، اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری این امکان را به سرمایه گذار می دهد که در صورت بالا بودن بازده سرمایه گذاری از اعمال اختیار صرف نظر کند و در انتظار تحقق بازده و دریافت آن باشد. بنابراین اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری ویژگی هایی شبیه به موضع خرید در اختیار استرادل^۱ (خرید یک اختیار خرید و یک اختیار فروش با قیمت توافقی و سررسید یکسان) دارد. به تازگی یک تحقیق که بر اساس داده های تاریخی و مدل سازی رفتار صندوق سرمایه گذاری کم ریسک طبق فرایند مارکوف^۲ انجام شده نشان می دهد که صرف ریسک مورد توقع برای رهیافت هایی از سرمایه گذاری که منجر به بلوکه شدن وجوه می شود، سالیانه سه درصد است (درمان،^۳ ۲۰۰۶، ص ۵).

۵. کاربرد اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری در بانکداری اسلامی

ماهیت فعالیت بانک ها بدین گونه است که اغلب سپرده های کوتاه مدت دریافت و

1. Straddle Option.

2. Markov Process.

3. Derman.

تسهیلات بلندمدت پرداخت می‌کنند و از تفاوت نرخ سود بین منابع و مصارف، کسب سود می‌کنند. عدم تطابق در سررسید^۱ دارایی‌ها و بدهی‌ها، بانک را با ریسک مواجه می‌کند. در یک تقسیم‌بندی کلی سپرده‌های بانکی در بانکداری ربوی به سه دسته سپرده‌های دیداری یا جاری، سپرده‌های پس‌انداز و سپرده‌های مدت‌دار تقسیم می‌شوند. در بانکداری بدون ربا نیز با اعمال یک‌سری تغییرات حقوقی، سه نوع سپرده قرض‌الحسنه جاری، قرض‌الحسنه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری مدت‌دار طراحی شده است. صرف‌نظر از نوع نظام بانکداری (اعم از ربوی یا بدون ربا) و همچنین تقسیم‌بندی‌های یاد شده، می‌توان این سپرده‌ها را به دو دسته کلی سپرده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم کرد. بدیهی است که بانک برای سپرده‌های کوتاه‌مدت، برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و برای سپرده‌های بلندمدت، برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت در نظر می‌گیرد. یعنی اگر صاحب سپرده بلندمدت قبل از سررسید برای بازپس‌گیری وجوه خود به بانک مراجعه کند، بانک را افزون بر ریسک تأمین مالی با ریسک نقدینگی نیز مواجه می‌کند. اگر تعداد این‌گونه مراجعات اندک باشد، بانک می‌تواند با برداشت از حسابهای صندوق، وجوه نقد و دیگر دارایی‌های جاری نسبت به بازپرداخت سپرده‌ها اقدام نماید؛ اما چنانچه مراجعه صاحبان سپرده برای بازپس‌گیری سپرده‌ها در ابعاد گسترده صورت بگیرد^۲، بانک با بحران نقدینگی^۳ مواجه می‌شود. از این‌رو بانک‌ها همواره به‌دنبال ابزارهایی جهت پوشش ریسک نقدینگی هستند.

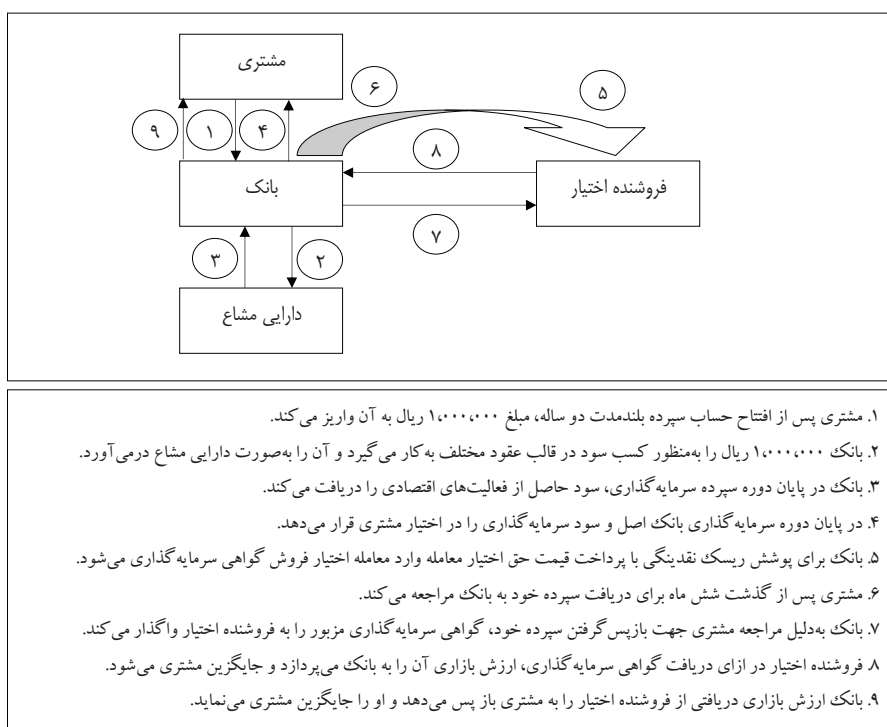
براساس مواد سه تا شش قانون بانکداری بدون ربا، بانک‌ها وجوه سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار را در قالب حقوقی عقد «وکالت» از صاحبان آنها تحویل می‌گیرند و به‌عنوان وکیل سپرده‌گذاران در امور مشارکت، مضاربه، اجاره به شرط تملیک، معاملات اقساطی، مزارعه، مساقات، سرمایه‌گذاری مستقیم، معاملات سلف و جعاله به‌کار می‌گیرند. بانک به وکالت از طرف سپرده‌گذار با داشتن حق توکیل، وجوه سپرده‌گذاری شده را طبق قانون عملیات بانکی بدون ربا به‌طور مشاع به‌کار می‌گیرد و منافع حاصل را پس از کسر حق‌الوکاله و با داشتن حق مصالحه منافع بین بانک و سپرده‌گذار، به تناسب مبلغ و مدت، تأدیه می‌نماید. آنچه در اینجا مهم است آن است که بانک برای این نوع سپرده‌ها، برنامه‌ریزی بلندمدت می‌کند؛ یعنی متناسب با سررسید هر سپرده، وجوه را در طرح‌های

1. Mismatching.
3. Liquidity Crisis.

2. Bank Run.

سرمایه گذاری میان مدت یا بلندمدت سرمایه گذاری می کند. حال سؤال این است که بانک در صورت مراجعه گسترده مشتریان برای مطالبه سپرده ها چه باید بکند؟ یکی از ابزارهایی که به خوبی بانک های اسلامی را در این مسئله یاری می کند، «اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری» است. چگونگی به کارگیری «اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری» توسط بانک در قالب یک مثال ساده تبیین می شود (شکل شماره ۳).

شکل شماره ۳: کاربرد اختیار فروش گواهی سرمایه گذاری در بانکداری اسلامی



تصور کنید فردی پس از افتتاح حساب سپرده بلندمدت دو ساله با سود علی الحساب سالانه بیست درصد نزد یک بانک، مبلغ ۱۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال به این حساب واریز می کند. بانک نیز پس از دریافت این مبلغ و با در نظر گرفتن افق زمانی دو ساله آن را به صورت مشاع و در قالب عقود مختلف اعم از مشارکتی، مبادله ای یا سرمایه گذاری مستقیم به منظور کسب سود به کار می گیرد. پیش فرض بانک برای قبول سپرده سرمایه گذار این است که مشتری در طول دوره سرمایه گذاری برای برداشت مبلغ سرمایه گذاری شده به بانک مراجعه نمی کند؛ زیرا معتقد است بازدهی در پایان دوره سرمایه گذاری تحقق می یابد. از این رو بانک برای سپرده سرمایه گذاری مزبور برنامه ریزی دو ساله انجام می دهد. حال چنانچه مشتری

زودتر از سررسید برای برداشت سپرده خود به بانک مراجعه نماید، بانک را با ریسک نقدینگی مواجه می‌کند؛ زیرا هر زمان مشتری جهت برداشت سپرده خود به بانک مراجعه کند، بانک موظف است ارزش روز سپرده را در اختیار وی قرار دهد و حال آنکه پیش فرض بانک برای سرمایه‌گذاری، افق دوساله بوده است. از این‌رو بانک هم‌زمان با انعقاد قرارداد سپرده سرمایه‌گذاری بلندمدت (که از نوع وکالت در سرمایه‌گذاری است) با مشتری، وارد معامله‌ای جداگانه با عنوان «اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری» با فروشنده اختیار معامله می‌شود. فروشنده اختیار با دریافت مبلغ ۴۰۰۰ ریال از بانک به‌عنوان قیمت حق اختیار معامله، این حق را به بانک می‌دهد که هرگاه مشتری در طول مدت دو سال آینده اقدام به برداشت از حساب خود نماید، گواهی سرمایه‌گذاری مزبور را به قیمت روز از بانک بخرد و جایگزین مشتری در سپرده‌گذاری نزد بانک شود. فرض کنید بعد از گذشت شش ماه، مشتری به وجه نقد نیاز پیدا می‌کند و برای بازپس‌گیری سپرده خود به بانک مراجعه می‌کند. از آنجا که بانک برای سپرده سرمایه‌گذاری مزبور برای مدت دو سال برنامه‌ریزی کرده، ناگزیر از اعمال اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری است. از این‌رو اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری را اعمال می‌نماید و با واگذار کردن اصل و سود سرمایه‌گذاری به فروشنده اختیار، معادل ارزش بازاری^۱ آن - که فرض کنید ۱،۱۰۰،۰۰۰ ریال است - را از وی مطالبه می‌نماید. در نهایت بانک با اعطای مبلغ ۱،۱۰۰،۰۰۰ ریال به مشتری، فروشنده اختیار معامله را جایگزین او می‌کند و بدین ترتیب خود را از مواجهه با ریسک نقدینگی می‌رهاند.

۶. امکان‌سنجی اقتصادی بکارگیری اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری

امکان‌سنجی اقتصادی استفاده از هر ابزار مالی مستلزم وجود آمار و ارقام مربوط به سود

۱. ممکن است این شبهه مطرح شود که امکان دارد پس از گذشت مدتی، ارزش بازاری سپرده کمتر از قیمت روز اول آن شود و از این‌رو فروشنده اختیار هنگام جایگزین شدن به‌جای سپرده‌گذار، مبلغی کمتر از اصل سپرده را به بانک می‌پردازد و بدین ترتیب این ابزار قادر به پوشش ریسک نقدینگی بانک نخواهد بود. در پاسخ به این شبهه باید گفت چنانچه پس از گذشت مدتی از شروع یک طرح سرمایه‌گذاری و ورود سرمایه به طرح، ارزش بازاری آن نه تنها افزایش نیابد؛ بلکه کاهش نیز یابد، این پدیده حاکی از آن است که پروژه یا از همان ابتدا توجیه فنی - اقتصادی ندارد یا اینکه دچار حوادث و عوامل غیر مترقبه شده است. در حالت اول از آنجا که بانک موظف به بررسی توجیه اقتصادی طرح است، این کوتاهی بانک است و چنانچه ریسک نقدینگی مربوطه را نیز به فروشنده اختیار منتقل کند، بانک مقصر اصلی است. اما در حالت دوم نیز باید گفت که برای پوشش چنین حوادث غیرمترقبه‌ای، سازوکارهایی همچون بیمه قابل استفاده هستند. بنابراین در هر دو حالت ضعف از ابزار پیشنهادی این مقاله نیست.

و زیان استفاده‌کنندگان از آن ابزار در سطح خرد و تأثیر احتمالی آن بر کل اقتصاد است. اما همان‌طور که پیشتر نیز توضیح داده شد، اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری هم‌اکنون تنها در حوزه مدیریت ریسک نقدینگی صندوق‌های پوششی استفاده می‌شود و به‌کارگیری آن در بانکداری اسلامی پیشنهاد این مقاله و نوآوری آن محسوب می‌شود. بدین ترتیب بدیهی است امکان‌سنجی اقتصادی استفاده از این ابزار در بانکداری اسلامی ایران که تاکنون سابقه استفاده از اختیار فروش سرمایه‌گذاری را تجربه نکرده است، تنها مبتنی بر تحلیل هزینه - منفعت^۱ امکان‌پذیر است. از این‌رو در این قسمت ابزارهای مدیریت ریسک نقدینگی در بانکداری ایران بررسی مقایسه‌ای و سپس کارایی اختیار فروش سرمایه‌گذاری تبیین می‌شود.

همان‌طور که در جدول (۱) نشان داده شد، هرکدام از ابزارهای مدیریت ریسک نقدینگی مزایا و معایبی دارد. ذخیره قانونی که هر بانک ملزم به پرداخت آن به بانک مرکزی است، در عمل به‌عنوان یک ابزار سیاست پولی شناخته می‌شود و بیش از آنکه یک ابزار مدیریت ریسک نقدینگی برای بانک باشد، یک ابزار سیاست پولی برای بانک مرکزی است. این ابزار تنها زمانی برای مدیریت ریسک نقدینگی به‌کار می‌رود که بانک به ورطه ورشکستگی کشیده شود. انتشار اوراق بهادار و تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های بانک نیز با وجود مزایای متعدد، چون فرایند انتشار اوراق زمان‌بر است، از کارایی مطلوب برای مدیریت ریسک نقدینگی برخوردار نیست. استقراض از بانک مرکزی که از دیگر روش‌های مدیریت ریسک نقدینگی در بانکداری ایران است، اگرچه نیاز به نقدینگی را به‌سرعت مرتفع می‌کند؛ اما برای بازه‌های زمانی بسیار کوتاه همچون چند ساعت و چند روز است و با توجه به هزینه بالای استقراض مطلوبیت چندانی برای بانک ندارد. استقراض از دیگر بانک‌ها نیز که در ایران با عنوان سپرده بین بانکی از آن یاد می‌شود، افزون بر نرخ بالای تأمین نقدینگی، هنگام پدید آمدن بحران نقدینگی در سطح ملی در عمل کارایی خود را از دست می‌دهد و جذابیتی برای بانک‌ها ندارد. بدین ترتیب تنها گزینه باقیمانده و بدیل رقیب برای اختیار فروش سرمایه‌گذاری، روش ذخیره احتیاطی است. بانک‌ها برای برطرف کردن نیازهای نقدینگی خود اغلب وجوهی را به‌صورت نقد نگهداری می‌کنند تا بتوانند هنگام نیاز از آن استفاده نمایند. ممکن است این سؤال مطرح شود که وقتی چنین روشی برای بانک وجود

1. Cost-Benefit Analysis.

دارد، چه نیازی به به‌کارگیری اختیار فروش گواهی سپرده‌گذاری توسط بانک است؟ برای پاسخ به این سؤال باید مقایسه‌ای تحلیلی بین ذخیره احتیاطی و اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری انجام شود. در روش ذخیره احتیاطی بانک درصدی از مبلغ هر سپرده را به‌صورت نقد نزد خود نگه می‌دارد؛ حال آنکه در روش اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری بانک باید چنین مبلغی را به‌عنوان قیمت حق اختیار معامله به فروشنده اختیار معامله بپردازد. بدیهی است در روش اول، بانک با هزینه فرصت بالایی مواجه است، از این حیث که بانک می‌تواند این وجوه را در سایر فعالیت‌های پربازده اقتصادی سرمایه‌گذاری نماید؛ اما با نگهداری آن به‌صورت نقد، خود را از این امکان محروم ساخته است.

اما روش دوم با توجه به انعطاف‌پذیری‌های بالای آن می‌توان سازوکار خرید و فروش اختیار معامله را طوری طراحی کرد که هزینه فرصت بانک به حداقل برسد. به‌عنوان مثال بانک می‌تواند قیمت حق اختیار معامله را از آن دسته مشتریانی که زودتر از سررسید از حساب خود برداشت می‌کنند به‌عنوان جریمه دریافت کند. بدین ترتیب بانک نه با هزینه فرصتی مواجه است و نه اینکه بابت خرید اختیار معامله مبلغی پرداخت می‌کند. همچنین بانک می‌تواند با یک فروشنده اختیار معامله که به‌صورت تک‌افلی اداره می‌شود معامله و وجوه حاصل از انباشت قیمت حق اختیار معامله را نزد او سرمایه‌گذاری کند. بدین ترتیب اگر بانک با کمبود نقدینگی مواجه شود، فروشنده اختیار نقدینگی بانک را تأمین می‌کند و چنانچه ریسک نقدینگی برای بانک پدید نیاید، سود حاصل از سرمایه‌گذاری نصیب بانک می‌شود.

یکی از ملاحظات آنکه در طراحی هر ابزار مشتقه باید در نظر گرفته شود، جذابیت ابزار برای طرفین قرارداد یعنی خریدار و فروشنده است. جذابیت اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری برای بانک بدیهی و مبرهن است؛ چرا که بانک با پرداخت مبلغی با عنوان قیمت حق اختیار معامله، ریسک نقدینگی خود را به‌طور کامل پوشش می‌دهد. اما جذابیت این ابزار برای فروشنده اختیار در دو مورد خلاصه می‌شود: نخست آنکه فروشنده اختیار معامله در ازای تعهدی که به بانک می‌دهد، قیمت حق اختیار معامله دریافت می‌کند. او می‌تواند این مبلغ را در فعالیت‌های پربازده اقتصادی سرمایه‌گذاری نماید و از سود حاصل از آن منتفع شود. از سوی دیگر فروشنده اختیار هنگامی که سپرده‌گذار زودتر از سررسید از حساب خود برداشت می‌کند، جایگزین او می‌شود و بدین ترتیب با سرمایه‌گذاری در یک مدت مشخص از سود بانکی بالاتر برخوردار می‌شود. به‌عنوان مثال فرض کنید یک سپرده‌گذار که حساب سپرده سرمایه‌گذاری پنج ساله نزد بانک افتتاح می‌کند، پس از چهار

سال از حساب خود برداشت می‌کند. در این صورت فروشنده اختیار معامله جایگزین او می‌شود. فروشنده اختیار معامله که اکنون یک سال باید وجوه خود را نزد بانک سپرده‌گذاری نماید، از سود علی‌الحساب بانکی پنج‌ساله برخوردار می‌شود. این سود عایدی برای فروشنده اختیار، ابزار اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری را برای فروشنده اختیار جذاب‌تر می‌کند.

۷. بررسی فقهی اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری

مطالعات نشان می‌دهد دین اسلام نه‌تنها مسلمانان را در چارچوب قراردادهای خاص محصور نمی‌کند؛ بلکه همه قراردادهای عقلایی را با رعایت معیارها و ضوابطی جایز می‌داند، حتی فراتر از این، با ارائه خطوط کلی، اندیشمندان را به تفکر و تأمل و طراحی ابزارهای نوین مالی و ابداع قراردادهای متناسب با عصر و زمان خود فرا می‌خواند. با توجه به اینکه فقهای مشهور شیعه با استناد به آیات و روایاتی همچون «أَوْفُوا بِالْعُقُودِ»، «لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ»، «المؤمنون عند شروطهم» و «وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا» اصل صحت قراردادها را پذیرفته‌اند، می‌توان گفت هرگاه در مورد عقدی مانند اختیار معامله که اموری مستحدثت و نو است، شک شود که آیا از نظر شرعی معتبر است یا خیر؟ تا زمانی که دلیل خاص یا عام بر بطلان معامله نباشد، معامله از نظر شرع صحیح است و آثار معامله بر آن مترتب می‌شود و وفای به آن برای طرفین لازم است (موسویان (۱)، ۱۳۸۶، ص ۴۶).

به‌طور کلی اختیارات به دو دسته «اختیار خرید»^۱ و «اختیار فروش»^۲ تقسیم می‌شود. اختیار خرید در واقع این حق را به دارنده آن می‌دهد که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخص یا قبل از آن خریداری کند. به همین ترتیب، اختیار فروش به دارنده آن حق می‌دهد که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخصی یا قبل از آن بفروشد (هال، ۱۳۸۸، ص ۳۳). اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری در واقع نوعی اختیار فروش محسوب می‌شود؛ چرا که این حق را به دارنده آن می‌دهد تا با اعمال اختیار، سهم خود از دارایی‌های بانک را بفروشد. بنابراین برای حکم به صحت قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری، باید ابتدا اصل مشروعیت قراردادهای اختیار معامله بررسی و

1. Call Option.

2. Put Option.

سپس صحت خرید و فروش دارایی پایه در قراردادهای اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری مطالعه شود.

۷-۱. اصل مشروعیت قراردادهای اختیار معامله

به‌طور کلی دو دیدگاه در رابطه با قرارداد اختیار معامله وجود دارد: نخست آنکه قرارداد اختیار معامله نوعی بیع حق تلقی می‌شود، یعنی نوعی حق خرید یا فروش به شخصی فروخته شود. از این نظر، اختیار معامله نوعی قرارداد بیع و موضوع بیع هم حق خرید یا فروش است. فقهای اهل سنت بیشتر از این دیدگاه به اختیار معامله نگریسته‌اند؛ از این رو به بررسی ضوابط قرارداد بیع در آن پرداخته و پس از بررسی‌های فراوان به این جمع‌بندی رسیده‌اند که ارکان و ضوابط قرارداد بیع در این مورد وجود نداشته و حکم بر بطلان این نوع قرارداد داده‌اند. معروف‌ترین قول در این دیدگاه، مربوط به مجمع فقه اسلامی جده وابسته به سازمان کنفرانس اسلامی است که در آن به صراحت حکم به تحریم قرارداد اختیار معامله شده است (الزحیلی، ۱۴۲۳، ص ۵۱۳).

اما در دیدگاه دوم، اختیار معامله از سنخ تعهد است. در چنین تعریفی، اختیار معامله همانند قرارداد آتی از سنخ تعهد است؛ یعنی فروشنده اختیار خرید یا اختیار فروش در مقابل گرفتن مبلغ معین، متعهد به خرید یا متعهد به فروش می‌شود. در این دیدگاه اختیار معامله، یک قرارداد جدید است و قرارداد بیع محسوب نمی‌شود. این قرارداد را می‌توان به قرارداد بیمه تشبیه کرد؛ چرا که در قرارداد بیمه نیز، شرکت بیمه در مقابل گرفتن مبلغ مشخصی متعهد به پرداخت خسارت می‌شود. به همین ترتیب در قرارداد اختیار معامله فروشنده اختیار، قرارداد بیع انجام نمی‌دهد؛ بلکه با گرفتن مبلغی معین که همان قیمت اختیار معامله است، متعهد به خرید یا متعهد به فروش کالای مشخصی به قیمت مشخص خواهد بود. برای تبیین بهتر این دیدگاه لازم است روابط بین ارکان قرارداد اختیار معامله در دو بازار اولیه و ثانویه به تفکیک بیان شود:

در بازار اولیه؛ هنوز حقی وجود ندارد، به این بیان که فروشنده اختیار، متعهد می‌شود در صورت درخواست مشتری، کالا یا سهام معینی را به قیمت معین، بخرد یا بفروشد و در مقابل این تعهد، از مشتری وجهی دریافت می‌کند که به آن قیمت اختیار معامله می‌گویند. به عبارت دیگر خریدار اختیار، با پرداخت مبلغی تعهد فرد دیگری مبنی بر انجام عمل حقوقی خرید یا فروش را به خود اختصاص می‌دهد. بعد از تعهد فروشنده و دریافت وجه، مشتری حق اختیار خرید یا فروش پیدا می‌کند.

در بازار ثانویه؛ زمانی که مشتری حق اختیار خرید یا فروش پیدا کرد، می‌تواند در سررسید، این حق را اعمال کند یا از آن دست بردارد، همان‌طور که که قبل از سررسید می‌تواند این حق را به دیگری بفروشد. در نتیجه معاملات بعدی اختیار معامله از سنخ خرید و فروش حق خواهد بود.

در صورت پذیرش دیدگاه دوم، دیگر نیازی نیست که ارکان و ضوابط بیع در مورد بازار اولیه اختیار معامله اجرا شود. زیرا در این دیدگاه اختیار معامله از سنخ قراردادهای جدید است و ضوابط عمومی قراردادها باید در آن اجرا شود. در مورد هر قرارداد مستقل و جدید، در صورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت ربا، می‌توان حکم به صحت آنها داد. لازم به ذکر است که کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ایران با پذیرش دیدگاه دوم و با اعتقاد به اینکه قرارداد اختیار معامله از سنخ تعهد است، آن را در ابعاد مختلف ضوابط عمومی قراردادها بررسی و به این جمع بندی رسیده است که با رعایت ضوابطی چون واقعی و قابل نقل و انتقال بودن دارایی پایه، قراردادهای اختیار معامله صحیح هستند (صورتجلسه کمیته فقهی سبا، ۱۳۸۷، ص ۱). در بخش بعدی به تفصیل در مورد دارایی پایه قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری بحث می‌شود.

۲-۷. دارایی پایه در قراردادهای اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری

همان‌طور که پیشتر ذکر شد، بانک‌های ایرانی در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا، وجوه سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار را در قالب حقوقی عقد «وکالت» از صاحبان آنها تحویل می‌گیرند و به‌عنوان وکیل سپرده‌گذاران در امور مشارکت، مضاربه، اجاره به شرط تملیک، معاملات اقساطی، مزارعه، مساقات، سرمایه‌گذاری مستقیم، معاملات سلف و جعاله سرمایه‌گذاری می‌کنند. به‌عبارت دیگر هر سپرده‌گذار با افتتاح حساب سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار نزد بانک، صاحب بخشی از دارایی‌های مشاع می‌شود که بانک به وکالت از وی در آنها سرمایه‌گذاری کرده است (موسویان ۲)، (۱۳۸۶، ص ۴۲). لذا برای بررسی فقهی بیع و اشتراء دارایی پایه در قراردادهای اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری لازم است ماهیت این دارایی مشاع تبیین شود.

به‌طورکلی دارایی مشاع هر صاحب سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار نزد بانک ترکیبی از عین، دین و پول نقد است. بانک پس از جمع‌آوری وجوه سپرده‌گذاران، آنها را در دارایی‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌کند. از آنجا که سرمایه‌گذاری در این دارایی‌ها، در

ضمن عقود مختلف صورت می‌گیرد، ماهیت این دارایی‌ها نیز متفاوت می‌شود؛ بدین ترتیب که بعضی از این دارایی‌ها ماهیت عین و بعضی دیگر ماهیت دین دارند. به‌عنوان مثال ماهیت دارایی پایه در قرارداد فروش اقساطی از نوع دین، در قرارداد اجاره به شرط تملیک و عقد مشارکت از نوع دارایی فیزیکی و در قرارداد مضاربه از نوع مال‌التجاره است. بدین ترتیب برای بررسی فقهی خرید و فروش دارایی پایه در قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری، باید بیع عین و بیع دین را به طور جداگانه مدنظر قرار داد. بدیهی است در صورت مجاز بودن خرید و فروش اجزای دارایی مشاع در سبد تسهیلاتی بانک‌های ایرانی که متشکل از عین و دین هستند و به‌عنوان دارایی پایه قرارداد فروش سرمایه‌گذاری قلمداد می‌شوند، می‌توان ادعا نمود که خرید و فروش کل دارایی مشاع نیز مجاز است و بنابراین انعقاد قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری بر روی آن نیز درست است.

۷-۲-۱. بیع عین

عین عبارت از اشیای مادی دارای وجود فیزیکی ملموس و خارجی همچون خانه، ماشین، کتاب و تلفن است. نظام‌های مختلف حقوقی در مبیع شناختن عین اتفاق نظر دارند. ماده ۳۳۸ قانون مدنی ایران واژه عین را در تعریف مبیع قید و مبیع را منحصر به آن کرده است. این ماده اقتباسی از فقه امامیه، بیع را این‌گونه تعریف می‌کند: «تملیک عین بعوض معلوم» (جعفری لنگرودی، ۱۳۷۹). صاحب جواهر تعریف بیع را نتیجه استعمال الفاظی می‌داند که بر نقل ملک از مالک به دیگری به‌عوض معلوم دلالت دارد و صاحب مفتاح‌الکرامه عبارت «بوجه تراضی» را نیز به این تعریف اضافه کرده است؛ بدین معنا که انتقال عین مملوکه از شخصی به دیگری به‌عوض معلوم باید بر وجه تراضی باشد. همان‌طور که پیشتر عنوان شد دارایی سپرده‌گذاران در حساب‌های سپرده سرمایه‌گذاری مدت‌دار بانکی از نوع مشاع است. در خصوص عین مشاع باید گفت که هرگاه تمام یک عین معین به یک مالک تعلق داشته باشد آن را مفروز و در صورت تعدد مالک بر عین واحد، آن را عین مشاع می‌نامند. عین مشاع مال واحدی است که چند مالک در آن شریک هستند و نمی‌توان سهم هر شریک را در عالم خارج از یکدیگر تمیز داد. هر ذره‌ای از اجزای عین معین مشاع، متعلق حق تمام شرکا است، هیچ شریکی نمی‌تواند ادعا کند که بخش معینی از عین سهم اختصاصی اوست، مگر اینکه به توافق یا به اجبار افزاز شود. از آنجا که خرید و فروش عین مورد اتفاق فقهای

امامیه است، می‌توان خرید و فروش دارایی پایه در قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری که از نوع عین باشد را نیز درست دانست.

۷-۲-۲. بیع دین

اگر کسی دینی بر عهده دیگری داشته باشد، فروش آن به ثمنی کمتر از مقدار دین یا مساوی یا بیشتر از آن، به خود مدیون یا شخص ثالث را در اصطلاح بیع دین می‌گویند (امام خمینی، ۱۳۷۲، ج ۱، ص ۵۹۷)؛ (الزحیلی، ۱۴۰۹، ج ۴، ص ۴۳۲). مشهور فقهای شیعه، بیع دین به شخص ثالث را در صورتی که دین حقیقی باشد (ناشی از معامله واقعی باشد)، جایز می‌شمرند (نجفی، ۱۳۶۷، ج ۲۴، ص ۳۴۴)؛ (مراجع تقلید، ۱۳۸۷، ج ۲) ولی برخی از بزرگان شیعه مانند حضرت امام خمینی (ره) (امام خمینی (ره)، ۱۳۷۲، ج ۲، ص ۱۷۵) و آیت‌الله خامنه‌ای (خامنه‌ای، بی تا، ص ۸۵) و برخی فقهای اهل سنت در تملیک دین به شخص ثالث اختلاف نظر دارند. در تحقیق مفصلی که درباره دیدگاه فقها و استدلال‌شان نسبت به بیع دین انجام شده، به شش نظریه فقهی پرداخته شده است (موسوی، ۱۳۸۱، ص ۷۸-۸۷) خلاصه این نظریه‌ها عبارتند از:

اول: بیع دین به صورت مطلق باطل است. این نظریه را شیخ طوسی به شافعی نسبت داده است.

دوم: بیع دین حال صحیح و دین مؤجل باطل است. صاحب حدائق، محقق و شهید این نظریه را دارند.

سوم: بیع دین به مدیون صحیح و به غیر او باطل است. این نظریه را ابن ادریس و امام خمینی (ره) در قول جدیدشان مطرح کرده‌اند.

چهارم: بیع دین به ثمن حال صحیح و به ثمن نسبه باطل است. محقق ثانی، مقدس اردبیلی و شهید در لمعه این نظریه را مطرح کرده‌اند.

پنجم: بیع دین صحیح است، لکن مشتری تنها حق مطالبه ثمن پرداخت شده را دارد. شیخ طوسی، ابن براج و شهید در دروس این نظر را مطرح کرده‌اند.

ششم: بیع دین به طور مطلق صحیح است و خریدار مالک تمام دینی می‌شود که مدیون بدهکار است. مشهور فقهای گذشته و معاصر چون سید یزدی، بروجردی، خوئی، امام خمینی (طبق قول اول‌شان)، سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی این نظریه را مطرح کرده‌اند (موسویان (۱)، ۱۳۸۶، ص ۲۰۴).

همان‌طور که مشاهده می‌شود، فقهای مشهور شیعه در طول تاریخ بیع دین را به‌طور مطلق جایز دانسته‌اند. تنها امام خمینی (ره) است که ابتدا معتقد به جواز بیع دین به‌صورت مطلق بوده‌اند، اما بعد از مدتی به‌ظاهر از نظر سابق خویش برگشته و در استفتائاتی که در مورد فروش چک یا سفته شده، به حرمت و ربوی بودن بیع دین فتوا داده‌اند (موسویان (۱)، ۱۳۸۶، ص ۲۰۴). به اعتقاد برخی، در تنزیل و فروش چک یا سفته، مشکل از جهت فروش بدهی به اقل نیست؛ بلکه مشکل در مبلغی است که مشتری در ذمه مدیون مالک می‌شود و مدیون ملزم به پرداخت آن است و از این‌رو با تفکیک این دو موضوع اصل فروش جایز می‌شود و می‌توان به اقل فروخت، اما اینکه مشتری چه مبلغی را در ذمه مدیون مالک می‌شود، آیا به مقدار مبلغ دین یا به مقدار مبلغی که مشتری به داین داده است، امری جداگانه است که ممکن است بعضی در گرفتن تمام مبلغ دین، اشکال کنند.

این دسته چنین اشکال می‌کنند که هر چند دادوستد دین به کمتر صحیح است؛ ولی بر مدیون واجب نیست بیشتر از مبلغی را که مشتری به بائع (طلبکار) پرداخت کرده است، بپردازد. عمده افرادی که این اشکال را مطرح می‌کنند به دو روایت یکی از محمد بن فضیل و دیگری از ابن حمزه استناد می‌کنند. در این خصوص زروندی در بحثی گسترده، افزون بر ضعف سند و عدم صراحت در دلالت این دو روایت، از اضطراب متن و حتی ضعف رجال سند آنها نیز سخن می‌گوید و نتیجه می‌گیرد که این اشکال وارد نیست و نمی‌تواند صحت بیع دین به کمتر را خدشه‌دار نماید (رحمانی زروندی، ۱۳۸۴، ص ۴۹-۵۶). ضمن آنکه با قبول این دیدگاه که فروش به اقل جایز است؛ اما گرفتن مابه‌التفاوت مبلغ دین با مبلغ پرداختی مشتری، جایز نیست، مشکلی دیگر به‌وجود می‌آید و آن اینکه مابه‌التفاوت مبلغی که داین در ذمه مدیون مالک بوده با چه مجوزی از ذمه مدیون و ملکیت داین خارج می‌شود؟ همچنان‌که بعضی به این اشکال متفطن شده و به آن تصریح کرده‌اند (بحرانی، بی تا، ص ۱۵۸). به‌هر حال مهم در این زمینه دیدگاه مشهور است که تنزیل و بیع دین را جایز می‌دانند (ثابت، ۱۳۸۱، ص ۱۳۸-۲۰۸).

لازم به ذکر است که عمده بحث بیع دین در حقوق ایران در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح است. تا سال ۱۳۸۹، عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد تجاری و مقررات اجرایی آن انجام می‌شد. این آیین‌نامه در شورای نگهبان مطرح شده و با بیشترین آراء، مخالف با شرع و قانون اساسی شناخته نشده بود. اما از سال ۱۳۸۹، مطابق ماده ۹۸ قانون برنامه پنجم توسعه، قرارداد خرید دین وارد قوانین کشور شد، بدین ترتیب با توجه به اینکه فقهای مشهور شیعه بیع دین را به‌طور مطلق جایز

می‌دانند و شورای نگهبان نیز بر این نظر صحه گذاشته است، می‌توان واگذاری آن دسته از دارایی‌های پایه در قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری که از نوع دین باشد را نیز صحیح دانست.

۷-۲-۳. بیع دارایی مشاع

اشاعه در لغت به معنای فاش و پراکنده کردن است و در اصطلاح حقوقی، مشاع در برابر مال مفروز به کار می‌رود. مراد از مال مشاع نیز مالی است که به دو شخص یا بیشتر تعلق دارد. در مال مفروز، کل دارایی متعلق به یک شخص و تمامی اجزای آن متعلق به او است. در حالت اشاعه نیز مالکیت شرکا در تمام اجزا و ارکان مال است؛ به نحوی که هر جزئی از مال که در نظر گرفته شود، کلیه شرکا در آن سهیم هستند و هیچ شریکی نمی‌تواند نسبت به جزئی از مال ادعای انحصاری داشته باشد. به تعبیر دیگر، در مال مشاع، حق شرکا منتشر در کل مال است و در بخش معینی متمرکز نشده است. تمرکز حق مالکیت چند نفر در یک مال، این مسئله را مطرح می‌کند که آیا شرکا حق دارند به استناد اصل تسلیط هر تصرفی را که بخواهند در مال مشاع انجام دهند؟ به طور مشخص در خصوص موضوع مورد بحث این مقاله دو سؤال مطرح است؛ نخست آنکه آیا شریک می‌تواند به استناد مالکیت خود، عین یا منافع دارایی مشاع را به دیگری انتقال دهد؟ و دوم اینکه آیا می‌توان دارایی مشاعی که ترکیبی از عین، دین و پول نقد است را به دیگری واگذار کرد؟

جهت یافتن پاسخ صحیح سؤال نخست باید بین دو دسته از تصرفات مادی و حقوقی قائل به تفاوت و تفکیک شد. با وجود اینکه از نظر مادی، سهم هر شریک با سهم شریک دیگر مخلوط و پیوسته است و نمی‌توان آن را تجزیه و طوری تفکیک کرد که بتوان از نقطه نظر فیزیکی مورد اشاره قرار داد؛ اما از نظر حقوقی و در عالم اعتبار سهم هر یک از شرکا جداست. لذا بر عکس تصرف مادی که مستلزم دخالت و دست اندازی در کل مال و حتی سهم شریک است و اجازه وی از دیگر شرکا در مال مشاع ضروری است، در خصوص تصرفات حقوقی که شریک، دقیقاً به اندازه سهم خود تصرف می‌نماید، نیازی به اذن و اجازه شریک دیگر نیست. ماده ۵۸۳ قانون مدنی در همین خصوص مقرر داشته است: «هر یک از شرکا می‌تواند بدون رضایت شرکای دیگر سهم خود را جزئاً یا کلاً به شخص ثالثی منتقل کند». همان‌طور که ملاحظه می‌شود قانون مدنی بیع مال مشاع را صحیح

می‌داند؛ زیرا تسلیم هر مال متناسب با کیفیت آن است. به عبارت دیگر تسلیم مال مشاع نیز کیفیت مختص به خود را دارد، یعنی در مال مشاع شریک اختیارات محدود دارد و تنها می‌تواند همان اختیارات محدود را به دیگری منتقل کند.

در خصوص پاسخ سؤال دوم باید گفت از آنجا که دارایی‌های مشاع نزد بانک ترکیبی از عین، دین و پول نقد است و با توجه به اینکه طبق توضیحات قبلی بیع عین و دین از نظر فقهی مانعی ندارد، می‌توان نتیجه گرفت که چون شارع مقدس بیع دارایی مشاع را صحیح می‌داند، واگذاری دارایی‌های مشاع نزد بانک به فروشنده اختیار معامله نیز جایز است. لازم به ذکر است بانک توسعه اسلامی در سال ۲۰۰۳ صکوک ترکیبی به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار با سررسید سال ۲۰۰۸ منتشر کرد که در آن هر برگه، بیانگر میزان سهم دارنده آن در دارایی مشاع بود. این دارایی مشاع از ترکیب قراردادهای اجاره، مرابحه و استصناع پدید آمده بود. اما از آنجا که مطابق فقه اهل سنت بیع دین فقط به مدیون جایز است، اوراق مرابحه و استصناع در بازار ثانویه برای اهل تسنن در عمل قابل معامله نبودند. از این رو بانک توسعه اسلامی، پرتفوی دارایی‌های مشاع صکوک را به نحوی طراحی کرد که ۵۱ درصد از آن، دارایی‌های مبتنی بر قرارداد اجاره باشد. بدین ترتیب ماهیت غالب در دارایی مشاع از آن عین شد و این مسئله باعث شد که مانع شرعی معامله صکوک در بازار ثانویه مرتفع شود (رضوی و پهلوان، ۱۳۸۷، ص ۱۳).

۸. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این مقاله ابتدا اهمیت وجه نقد برای هر بنگاه اقتصادی، ریسک نقدینگی و علل پدید آمدن آن بیان شد. به‌طور کلی ریسک نقدینگی ناشی از دو دسته عوامل است؛ دسته اول که عوامل مربوط به سمت بدهی‌ها هستند، هنگامی نهاد سپرده‌پذیر را با ریسک نقدینگی مواجه کنند که صاحبان سپرده، به‌طور هم‌زمان و یکباره برای برداشت وجوه خود اقدام نمایند؛ دسته دوم یا عوامل مربوط به سمت دارایی‌ها هنگامی موجب پدید آمدن ریسک نقدینگی می‌شوند که نهاد سپرده‌پذیر تعهدات خارج از ترازنامه داشته باشد.

تمرکز این مقاله بر عوامل مربوط به سمت بدهی‌های ترازنامه و به‌طور مشخص آن عواملی است که نهاد سپرده‌پذیر را با ریسک «بلوکه‌شدن» پول مواجه می‌کند. از آنجا که نهادهای سپرده‌پذیر به‌صورت روزانه با ریسک نقدینگی مواجه می‌کند، مدیریت ریسک نقدینگی برای آنها بسیار اهمیت دارد. با توجه به ماهیت فعالیت بانک‌ها به‌عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای سپرده‌پذیر هر کشور که اغلب سپرده دریافت و تسهیلات اعطا می‌کنند و

با در نظر گرفتن این نکته که بانک تنها به‌عنوان یک واسطه مالی، وجوه سپرده‌گذاران را جمع‌آوری و آنها را در طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌کند، همواره یکی از چالش‌های پیش‌روی بانک‌ها ریسک نقدینگی است. بدین معنی که بانک هنگام مراجعه گسترده مشتریان جهت بازپس‌گیری وجوه خود، از پرداخت آن ناتوان است؛ چرا که پیش‌فرض بانک این است که سرمایه‌گذار تا پایان مدت سرمایه‌گذاری سپرده خود را برداشت نمی‌نماید. لذا پوشش ریسک نقدینگی برای بانک‌ها از اهمیت خاصی برخوردار است.

صنعت بانکداری اسلامی به‌طور عام و بانک‌های ایرانی به‌طور خاص نیز از مواجهه با ریسک نقدینگی مستثنی نیستند. بر اساس قانون عملیات بانکداری بدون ربا بانک در قراردادهای سرمایه‌گذاری به وکالت از سپرده‌گذار، وجوه سپرده‌گذاری شده را در قالب عقود مختلف و در طرح‌های متفاوت به‌طور مشاع سرمایه‌گذاری می‌کند. بنابراین با توجه به اینکه بانک برای سرمایه‌گذاری این وجوه، برنامه‌ریزی بلندمدت کرده است، چنانچه سپرده‌گذاران به‌صورت گسترده سپرده‌های خود را برداشت نمایند، بانک با ریسک ورشکستگی مواجه خواهد شد. لذا بهره‌گیری از ابزارهای پوشش ریسک نقدینگی برای نظام بانکداری بدون بهره، مهم و ضروری است.

«اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری» به‌عنوان یک ابزار پوشش ریسک نقدینگی، این امکان را برای بانک فراهم می‌کند که در هر زمانی قبل از سررسید، واحدهای سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های مختلف را با قیمت بازار به وجه نقد تبدیل کند. در این مقاله با تبیین قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری و پس از امکان‌سنجی اقتصادی به‌کارگیری آن در بانکداری ایران، «اصل مشروعیت قرارداد اختیار معامله» و «بیع دارایی پایه در قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری اعم از عین و دین» به‌عنوان دو موضوع فقهی مهم که پایه و اساس اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری هستند، بررسی و در نهایت چنین نتیجه‌گیری شد که مطابق موازین فقه امامیه، قرارداد اختیار فروش گواهی سرمایه‌گذاری قراردادی صحیح و به‌کارگیری آن در بانکداری اسلامی مانعی ندارد.

منابع

- *قرآن مجید.
- امام خمینی، روح الله (۱۳۷۲)، *استفتائات*، قم: دفتر نشر اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه.
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۳)، بررسی شیوه‌های نظارتی و الزامات احتیاطی بازار بین بانکی، مدیریت کل نظارت بر بانکها و موسسات اعتباری، اداره مطالعات و مقررات بانکی، گروه مطالعاتی بانکی و اعتباری، ترجمه و گردآوری صدیقه رهبرشمس کار، قابل دسترسی در <http://www.cbi.ir/page/3909.aspx>
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۷)، مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی موسسات اعتباری به اوراق بهادار، مدیریت کل نظارت بر بانکها و موسسات اعتباری، اداره مطالعات و مقررات بانکی، کارگروه تدوین مقررات احتیاطی، قابل دسترسی در <http://www.cbi.ir/page/5614.aspx>
- بحرانی، الشیخ یوسف (بی تا)، *الحدائق الناضرة فی احکام العترة الطاهرة*. قم: مؤسسه النشر الاسلامی، ج ۲۰.
- ثابت، سید عبدالحمید (۱۳۸۱)، «بررسی موضوع شناسی بیع دین»، *فقه اهل بیت*، ش ۳۱، ص ۱۳۸-۲۰۸.
- جعفری لنگرودی، محمد جعفر (۱۳۷۹)، *مجموعه محشی قانون مدنی (علمی، تطبیقی، تاریخی)*، تهران: کتابخانه گنج دانش، چ اول.
- خامنه‌ای، سید علی، بی تا، رساله اجوبه الإستفتاءات.
- رحمانی زروندی، محمد (۱۳۸۴)، «بیع دین به کمتر»، *مجله تخصصی فقه و اصول*، سال اول، پیش شماره ۱، ص ۴۹-۵۶.
- رضوی، سید روح اله و حمید پهلوان (۱۳۸۷)، *اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار*، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار، قابل دسترسی در www.rdis.ir
- زحیلی، وهبة (۱۴۰۹ ق)، *الفقه الاسلامی و أدلته*، دمشق: دارالفکر، چ سوم.
- زحیلی، وهبة (۱۴۲۳ ق)، *المعاملات المالیة المعاصرة بحوث و فتاوی و حلول*، دمشق: دارالفکر، الطبعة الاولى.

شورای پول و اعتبار (۱۳۹۱)، سیاستهای پولی، اعتباری و نظارتی نظام بانکی کشور، قابل دسترسی در <http://www.cbi.ir/simplelist/2722.aspx>

صورتجلسه کمیته فقهی سبا (۱۳۸۷)، سال دوم، جلسه ۳۱، قابل دسترسی در www.rdis.ir.
 فطانت، محمد و ابراهیم آفاپور (۱۳۸۰)، اوراق اختیار معامله (Option) در بازار سرمایه ایران، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، چ اول.
 بنی هاشم اصفهانی، سید محمدحسن (۱۳۸۷)، توضیح المسائل مراجع تقلید، قم: دفتر انتشارات اسلامی.

معصومی نیا، علی و سید علی اکبر سیدی نیا (۱۳۸۹)، «بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال دهم، ش ۴۰.
 معصومی نیا، غلامعلی (۱۳۸۹)، ابزارهای مشتقه: بررسی فقهی و اقتصادی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چ اول.
 موسوی، سیدباقر (۱۳۸۱)، «خرید و فروش دین (تنزیل)»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال دوم، شماره ۷.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چ اول.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، بانکداری اسلامی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چ پنجم، ویرایش دوم.
 موسویان، سید عباس و مجتبی کاوند (۱۳۸۹)، «مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی»، دوفصلنامه علمی - تخصصی معرفت اقتصادی، ش ۳.

نجفی، محمدحسن (۱۳۶۷)، جواهرالکلام، دارالکتب الاسلامیه.
 هال، جان (۱۳۸۸)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه سجاد سیاح و علی صالح آبادی، تهران: شرکت کارگزاری مفید، چ دوم.

Abdul Majid, Abdul Rais (2003), "development of liquidity management instruments: challenges and opportunities", *International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision*, Jakarta -Indonesia.

Ahmed, Osman Babikir (2001), *Islamic Financial Instruments to Manage Short-Term Excess Liquidity*, 2nd edition. Islamic Research and Training Institute, Jeddah: Islamic Development Bank.

- Barfield, Richard & Venkat Shyam (2011), "Liquidity risk management", *The Journal of Global perspectives on challenges and opportunities*, PricewaterhouseCoopers, p. 10-15. Available at:
<http://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/pdf/Liquidity.pdf>.
- Bhaduri, Ranjan & Meissner, Gunter & Youn, James (2007). "Hedging Liquidity Risk: Potential Solutions for Hedge Funds". *The Journal of Alternative Investments*; 10, 3, ABI/INFORM Global. p. 80.
- Derman, E. (2006), "A Simple Model for The Expected Premium for Hedge Fund Lockups". *Working paper, To appear in Journal of Investment Management*.
- Rifki, Ismal (2010), "How Do Islamic Banks Manage Liquidity Risk? An Empirical Survey on the Indonesian Islamic Banking Industry", *Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies*, 3-2, p. 54-81.
- Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon (2003), *Financial Institutions Management: A risk Management Approach*, New York: Mc Grow-Hill, Forth Edition.
- Syed Ali, Salman (2004). "Islamic Modes of Finance and Associated Liquidity Risks", *Conference on Monetary Sector in Iran: Structure, Performance and Challenging Issues*, Tehran.