

A Jurisprudential-Economic Reflection on the Emb Option

Seyyed Sadegh Tabatabaei Nejad*

Received: 19/09/2020

Accepted: 03/11/2020

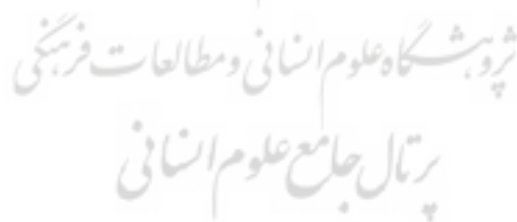
Abstract

In order to make decisions and have plans for economic affairs, it is necessary to know the related issues well. One of the sectors of the capital market that can play a significant role in making it more active in the Iranian economy is the Emb Option. It is a suitable tool for financing firms in the short and medium term while covering the price risk of stocks for buyers. In this study, by examining documentary and library data with a fundamental-applied approach, while mentioning some of the most important economic effects of market development such as price risk coverage, fluctuations range control and direct financing of companies, a jurisprudential analysis of subordinate market and subordinate sales tools have been performed. . Considering the essential difference between Emb Option bonds and option bonds, it seems that there are no economic jurisprudential challenges in the option contract. Hence, the Emb Option and bonds are considered compatible with *Sharia*.

Keywords

Emb Option; Financing; Option; Price Risk; Jurisprudence of Subsidiary Securities.

JEL Classification: A12, D49, G00, G10, G12, P43.



* Researcher in the Field of Islamic Economics and Jurisprudence of Transactions, Iran.
s.s.tabaei@gmail.com

تأملی فقهی - اقتصادی در بازار تبعی

سیدصادق طباطبائی نژاد*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۸/۱۳
مقاله برای اصلاح به مدت ۵ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

چکیده

به منظور تصمیم‌گیری و برنامه‌ریزی در امور اقتصادی لازم است موضوعات مرتبط با آن را خوب بشناسیم. یکی از بخش‌های بازار سرمایه که می‌تواند نقش قابل ملاحظه‌ای در فعال‌تر شدن این بازار در اقتصاد ایران بازی نماید «بازار تبعی» است؛ بازاری که به‌عنوان بازوی بازار سرمایه این توان را دارد که ضمن پوشش ریسک قیمتی سهام برای خریداران ابزاری مناسب برای تأمین مالی بنگاه‌ها در کوتاه‌مدت و میان‌مدت باشد. در این مقاله با بررسی داده‌های اسنادی و کتابخانه‌ای با رویکرد بنیادی - کاربردی ضمن بیان برخی از مهم‌ترین آثار اقتصادی توسعه این بازار مانند پوشش ریسک قیمتی، کنترل دامنه نوسانات و تأمین مالی مستقیم شرکت‌ها به تحلیل فقهی بازار تبعی و ابزار اختیار فروش تبعی پرداخته شده است. با توجه به تفاوت ماهوی اوراق اختیار تبعی با اوراق اختیار به‌نظر می‌رسد چالش‌های فقهی اقتصادی قرارداد آپشن وجود نداشته باشد؛ از این رو بازار تبعی و اوراق اختیار تبعی قابل انطباق با شریعت دانسته می‌شود.

واژگان کلیدی

بازار تبعی؛ تأمین مالی؛ اوراق اختیار؛ ریسک قیمتی؛ فقه اوراق تبعی.
طبقه‌بندی JEL: A12, D49, G00, G10, G12, P43

مقدمه

در نیمه نخست امسال، رشد بسیار سریع بازار سرمایه در ایران از دو منظر قابل توجه بود؛ از یک سو شاخص کل بورس رشد قابل ملاحظه‌ای داشته، به طوری که روند صعودی شاخص کل بورس که سال جدید را با عدد ۵۱۲۹۰۰٫۵ واحد آغاز نموده بود با فتح قله ۲۰۷۸۵۴۶٫۸ واحد در ۱۹ مردادماه خبرساز شد، اگرچه پس از آن روند نزولی به خود گرفت و چالشی جدید برای بازار سرمایه ایجاد نمود ولی باز نسبت به سال گذشته رشد حدود ۴۶۵ درصدی را تجربه کرده است.^۱

از طرف دیگر استقبال مردم به بورس قابل تأمل بود. براساس گزارش مردادماه شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه حدود ۱۴ میلیون و صد هزار نفر در سامانه سجام ثبت‌نام نموده‌اند و همچنین در این گزارش آمده است که تعداد کدهای سهامداری افراد حقیقی که پس از انجام معامله در سامانه ثبت شده است با رشد حدود ۲۳۶ درصدی نسبت به سال قبل به بیش از ۲۰ میلیون و سیصد هزار نفر رسیده است.^۲ بالطبع انتظار می‌رود با اتمام آزادسازی سهام عدالت، عرضه ETFها و بنگاه‌های دولتی به شکل محسوسی بر شمار سهامداران خرد افزوده شود.

استقبال عمومی مردم از بورس فرصت بسیار خوبی برای مدیران شرکت‌های حاضر در بورس و فرابورس است تا با انتشار اوراق مختلف نسبت به تأمین مالی و تهیه نقدینگی برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای خود اقدام کنند. براساس اعلام رئیس سازمان بورس در فصل بهار، حدود ۵۰ هزار میلیارد تومان سرمایه وارد این نهاد مالی شده است که حدود ۷۰ درصد بودجه عمرانی سال ۱۳۹۹ است. جریان بخشی از این حجم نقدینگی برای تأمین مالی بنگاه‌ها به منظور رشد تولید و اشتغال نویددهنده اقتصادی پویا و مقاوم در برابر شوک‌های خارجی و تحریم است.

اندیشمندان مالی به منظور یافتن ابزارهای بهینه تأمین مالی، در چارچوب قواعد حاکم بر بازار مالی و کنترل ریسک سرمایه‌گذاری بخش‌های متفاوتی را به بورس اضافه می‌نمایند. یکی از این بخش‌ها که شامل ویژگی‌های بازار نقدی و مشتقه بوده و طراحی هوشمندانه به هدف بهینه‌سازی فرایند تأمین مالی بنگاه‌ها با جذب سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز است، انتشار اوراق تبعی در بازار تبعی است.

مقاله حاضر در مقام پاسخ‌گویی به نیازهای بازار سرمایه منطبق با شریعت با نگاه تحلیلی، به اسناد و داده‌های کتابخانه‌ای به بررسی فقهی - اقتصادی بازار تبعی و اوراق تبعی می‌پردازد.

۱. پیشینه تحقیق

در این موضوع امکان دستیابی به اطلاعاتی درباره این بازار با مراجعه به اطلاعیه‌های سازمان بورس و نگاشته‌های موجود در برخی از سایت‌های خبری و تحلیلی بازار سرمایه فراهم می‌گردد. ماهنامه بازار و سرمایه (مهر و آبان ۱۳۹۶) در پرونده‌هایی ویژه سالم‌سازی اقتصاد را به کمک تنوع ابزارهای مالی دانسته و به بررسی نقش اوراق تبعی در بازار سرمایه و کارکردهای آن اشاره می‌نماید. همچنین معصومی‌نیا (۱۳۹۸) در تصحیح اختیار فروش تبعی با استناد به روایت بیع‌العینه می‌نگارد در این نوع از بیع اگر معامله دوم در اولی شرط شود و تمامی ریسک‌ها متوجه خریدار شود مصداق ربا خواهد شد و در ادامه می‌نگارد اگر اختیار معامله تبعی در قالب کلی و نه عین شخصی صورت پذیرد، صحیح بوده و سبب تقویت بخش واقعی اقتصاد خواهد شد. لازم به ذکر است در مبحث بازار تبعی و اوراق تبعی به‌عنوان ابزاری به‌منظور تأمین مالی و پوشش ریسک منبع مفید و معتبری در پژوهش‌های بین‌المللی مشاهده نگردید.

۲. بازار تبعی

در مهندسی مالی، استفاده از ابزار مشتقه راهبردی مناسب به‌منظور مدیریت ریسک شمرده می‌شود و بازارهای مالی با بهره‌مندی از ابزاری که ارزش آنها برگرفته از ارزش دارایی دیگری است مسیر خود را به‌منظور مقابله با زیان‌های مالی هموار می‌سازد. اگرچه استراتژی اصلی در مشتقات کنترل ریسک و کسب سود براساس حرکت بازار دانسته می‌شود ولی در بازار تبعی مشارکت در رفع نیاز مالی بنگاه است که کسب سود را تضمین می‌نماید.

بازار تبعی بخشی از بازار سرمایه است که در آن سهام یک شرکت به‌ضمیمه اوراق اختیار فروش آن مبادله می‌شود؛ به‌بیان‌دیگر بازاری که در آن دارایی‌های مالی تبعی مانند اوراق اختیار معامله تبعی عرضه و تقاضا می‌شود. این بازار را می‌توان محل

اجتماع بازار نقدی و مشتقه دانست. در بازار تبعی عرضه‌کننده که سهامدار عمده بنگاه است که به منظور تأمین منابع مالی خود بخشی از سهام تحت تملک خود را به‌ضمیمه حق اختیار فروش به قیمت روز عرضه می‌نماید و تعهد می‌کند سهام را در تاریخی مشخص به مبلغی معین که بازده ثابتی برای خریدار ایجاد می‌کند بازخريد نماید. به‌عنوان مثال براساس اطلاعیه مدیریت ابزارهای نوین مالی، شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس به‌عنوان سهامدار عمده^۳ اوراق اختیار فروش تبعی را بر روی سهام شرکت پتروشیمی پارس باهدف تأمین مالی در دوره معاملاتی از ۲۲ تیرماه ۱۳۹۹ تا ۲۲ تیرماه ۱۴۰۰ منتشر نمود.

براساس اطلاعیه ارزش اسمی هر سهم در سررسید -قیمت اعمال- ۲۲۲ هزار ریال و زمان سررسید -تاریخ اعمال- ۲۲ تیرماه ۱۴۰۰ اعلام گردیده است و امکان معاملات ثانویه اوراق وجود نداشته و در تاریخ اعمال، سهام توسط شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس به قیمت اعمال از دارنده اوراق اختیار فروش تبعی خریداری می‌شود و به جهت جلوگیری از نکول عرضه‌کننده، جریمه در نظر گرفته شده است.

قیمت پایانی اوراق اختیار فوق در بورس با نماد هپارس در تاریخ ۲۲ تیرماه ۸۵۶۰ ریال و قیمت پایانی هر سهم پایه ۱۶۸،۴۳۰ ریال بوده است. بر این اساس برای مشارکت در این سرمایه‌گذاری می‌بایست به ازای هر سهم و ورقه مبلغ ۱۷۶۹۹۰ ریال پرداخت کرد که با توجه به قیمت اعمال، ۴۵۰۱۰ عایدی هر سهم ورقه خواهد بود (بازدهی حدود ۲۵ درصدی).

با توجه به عرضه ۵۵ میلیون ورقه‌ای اختیار تبعی از طریق این بازار تأمین مالی حدود هزار میلیارد تومان با فروش مدیریت شده بخشی از سهام در کوتاه‌ترین زمان و کم‌ترین هزینه برای شرکت صورت پذیرفته است.

با نظر به این امر که در حال حاضر در بازار تبعی فقط اوراق اختیار فروش تبعی مبادله می‌شود، به بررسی این ابزار می‌پردازیم.

۳. اوراق اختیار فروش تبعی

این اوراق بیانگر اختیار معامله‌ای است که براساس آن اختیار فروش تعداد مشخصی از سهم پایه^۴ به قیمت اعمال^۵ تعیین شده در اطلاعیه عرضه در تاریخ اعمال - سررسید - به خرید آن داده می‌شود.^۶

عرضه این اوراق به روش حراج در بورس انجام می‌شود^۷ و در فرآیند عرضه و حسب مورد معاملات ثانویه اوراق اختیار فروش تبعی، خریدار نمی‌تواند بیش از تعداد دارایی پایه‌ای که در اختیار دارد، اوراق اختیار فروش تبعی خریداری نماید، لذا مجموع تعداد اوراق اختیار فروش تبعی تحت مالکیت هر شخص در پایان هر روز معاملاتی، حداکثر باید به تعداد کل دارایی پایه متعلق به آن شخص با رعایت سقف خرید هر کد معاملاتی در اطلاعیه عرضه باشد.^۸ به بیان دیگر خریداران تنها به میزان سهام پایه تملک شده در بورس می‌توانند اقدام به خرید اوراق اختیار فروش تبعی کنند، چراکه این اوراق تنها به اشخاصی تعلق می‌گیرد که سهام شرکتی که اوراق اختیار فروش آن منتشر می‌شود را داشته باشند.

اگر قیمت اعمال، بیشتر از قیمت مبنای دارایی پایه در سررسید باشد مابه‌التفاوت آخرین قیمت اعمال اعلامی توسط بورس و قیمت مبنای دارایی پایه در سررسید به صورت نقدی، از سوی عرضه‌کننده به دارنده اوراق اختیار فروش تبعی پرداخت می‌شود.^۹ اگرچه بنگاه این حق را دارد که از طریق واگذاری سهام و نه پرداخت نقدی مابه‌التفاوت را در سررسید اوراق اختیار فروش با خریداران این اوراق تسویه حساب نماید که این امر ممکن است منجر به ایجاد صف‌های فروش طولانی برای آن سهم و کاهش سود انتظاری شود. بنابراین صرف عرضه اوراق اختیار فروش نمی‌تواند تضمینی برکسب سود موردانتظار باشد.

لازم به ذکر است در صورتی که قیمت پایانی سهم پایه در روز اعمال بزرگ‌تر یا مساوی قیمت اعمال باشد، اوراق اختیار فروش تبعی قابل اعمال نمی‌باشد.^{۱۰} همچنین در اغلب اوراق اختیار فروش تبعی، امکان تشکیل بازار ثانویه و قابلیت معامله مجدد وجود نداشته، در نتیجه سهام پایه موضوع این اوراق نیز تا سررسید قابل معامله نخواهند بود؛ اگرچه در دستورالعمل جدید آمده که اوراق اختیار فروش تبعی و دارایی پایه آن

را به طور هم‌زمان و در زمان تعیین‌شده توسط بورس به خریدار جدید اعلامی با تأیید عرضه‌کننده اوراق اختیار فروش تبعی واگذار می‌شود.

۴. تفاوت اختیار معامله با اختیار معامله تبعی

قرارداد اختیار معامله، به دارنده قرارداد اختیار می‌دهد اما وی را موظف نمی‌کند که یک دارایی مالی را به قیمت مشخص از طرف دیگر بخرد یا به او بفروشد و خریدار قرارداد باید مبلغی به فروشنده بپردازد که آن را قیمت اختیار می‌گویند (فبوزی، ۱۳۸۹، ص. ۱-۳۲). در این قرارداد تعهد به خرید/فروش موردمعامله قرار می‌گیرد نه خود دارایی، به این صورت که فروشنده اختیار در قبال دریافت مبلغی از خریدار فروش/خرید مقدار معینی از کالای معین در تاریخ مشخص را متعهد می‌شود. این تعهد که التزام نفسانی است، از نگاه عقلاء نوعی اطمینان مالی به خریدار اختیار معامله خرید/فروش می‌دهد که اگر در سررسید، قیمت روز دارایی افزایش یا کاهش یافت وی می‌تواند آن را به قیمت توافقی بخرد یا بفروشد. از این رو این نوع تعهد مالیت عقلایی دارد و می‌تواند معوض قرار بگیرد، از سوی دیگر دلیلی بر اینکه تعریف بیع را محدود کنیم به فرضی که مبیع عین باشد نداریم، بلکه دلیل برخلاف این مطلب داریم زیرا که بیع یک قرارداد اعتباری عقلایی است و عرف و عقلاء بر تملیک غیر عین بیع را از نظر مفهوم صادق و منطبق می‌دانند چراکه شارع در مفهوم بیع تغییری اعمال نکرده است تا بیع حقیقت شرعیه یابد، بلکه بیع حقیقت عرفیه‌ای است که عقلاء آن را اعتبار نموده‌اند و شارع برای صحت آن قیودی مانند غرری نبودن را مطرح کرده است، اما اینجا اشکالی وجود دارد و آن قابل نقل و انتقال نبودن تعهد است، چراکه التزام نفسانی در ظرف تحققش باقی می‌ماند و فرد نمی‌تواند امری را که بر خود لازم و واجب کرده است به دیگری انتقال دهد؛ بلکه صرفاً می‌تواند آن را ساقط نماید و اینکه بدهکار -متعهد- از شخص ثالث وجهی دریافت کند تا او را بدهکار نماید معقول نیست و این عمل مصداق مال مردم‌خواری و اکل مال به باطل است، لذا اگر فی‌الجمله بازار اولیه اوراق اختیار معامله جایز شمرده شود بازار ثانویه آن وجه شرعی ندارد.^{۱۱} اما در اختیار تبعی عوض در برابر مجموعه سهم به قیمت روز و ورقه تأمین مالی به قیمت بازار است و

خریدار مالک بخشی از مجموعه دارایی‌ها و بدهی‌های بنگاه می‌شود، اگرچه فروشنده متعهد می‌شود در سررسید اگر قیمت بازاری سهم پایین‌تر از قیمت اعمال بود یا مابه‌التفاوت را نقدی یا به صورت سهم پرداخت کند و یا سهم را به قیمت اعمال خریداری نماید، پس آنچه مبادله می‌شود دارایی است نه تعهد.

اوراق تبعی در تعریف جدید خود در بورس ایران به عنوان ابزاری برای تأمین مالی کوتاه مدت بنگاه‌ها شناخته می‌شود، بدین صورت که سهامدار عمده بنگاه‌ها تعدادی از سهام تحت مالکیت خود را به ضمیمه اوراق اختیار فروش به قیمت روز به متقاضیان می‌فروشد، به این شرط که اگر در سررسید قیمت روز سهم مورد معامله کمتر از قیمتی خاص باشد سهام را به قیمت اعلامی خریداری نماید و یا مابه‌التفاوت قیمت روز و قیمت توافقی را به صورت نقدی و یا سهم جدید به دارنده مجموعه اوراق و سهام پرداخت نماید.

۵. آثار اقتصادی انتشار اوراق تبعی

۵-۱. کنترل دامنه نوسانات در بازار سرمایه

با توجه به معین بودن قیمت اعمال در این بازار و اهتمام عرضه‌کننده به حفظ مالکیت و استمرار حق مدیریت خود بر آن به نظر می‌رسد قیمت اعمال، سقف قیمتی هر سهم در بازه زمانی موردنظر را در بازار نقدی تضمین نماید که این امر کنترل نوسانات را تا حدودی به دنبال دارد. از سوی دیگر با اطمینان سرمایه‌گذاران از قیمت در آینده به وسیله تضمین حقوقی‌ها امکان وقوع صف‌های طولانی فروش و سقوط شاخص بازار^{۱۲} حداقل خواهد گردید.

از ویژگی مهم اوراق تبعی این است که اگر قیمت سهم پایه کاهش یابد سهامدارانی که اوراق تبعی را دارند، وارد صف فروش شرکت نمی‌شوند و تا زمان سررسید صبر می‌کنند که این امر التهاب بازار را کاهش می‌دهد. در کل می‌توان انتظار داشت که سهامداران با توجه به حداقل سود مورد انتظاری که در آینده نصیبشان خواهد شد، از نوسانات مقطعی بازار سرمایه، هراسی نداشته و با کاهش قیمت سهامشان از بازار خارج نمی‌شوند.

۲-۵. تأمین مالی مستقیم بنگاه‌ها

در بازار سرمایه، تأمین مالی منجر به ایجاد دارایی برای طرفین می‌شود. ناشر اوراق -اعتبارگیرنده- با سرمایه‌گذاری وجوه، ارزش افزوده ایجاد می‌کند و خریدار اوراق -اعتباردهنده- با اخذ اوراق و فروش آن در بازار ثانویه^{۱۳} جریان درآمدی فارغ از عایدی عملیاتی بنگاه به دست می‌آورد.

در این نوع از تأمین مالی که با فروش تضمینی بخشی از دارایی‌ها تحقق می‌یابد سهام‌دار عمده به منظور عدم کاهش قدرت مدیریتی و مالکیتی خود تلاش می‌کند با عدم انحراف از برنامه توسعه‌ای بنگاه به صورت بهینه از منابع حاصله استفاده نماید، به عبارت دیگر با مولدسازی بخشی از سهام بدون استفاده از منابع داخلی یا تسهیلات بانکی استراتژی مناسب برای بهره‌مندی از پول داغ موجود در جامعه به منظور رشد و توسعه اتخاذ می‌گردد.

۳-۵. تأمین مالی دولت

انواع مالیات‌ها و واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی منابع درآمدی بودجه را تشکیل می‌دهد. با توجه به تحریم و بحران کرونا جریان کسری بودجه از طریق فروش نفت و افزایش مالیات راه‌حل مناسبی نبوده، از این رو دولت قصد دارد در کنار عرضه سهام شرکت‌های دولتی و اموال مازاد خود، از طریق انتشار اوراق بدهی دولت در بازار پول و سرمایه کسری حدود ۱۵۰ هزار میلیارد تومانی^{۱۴} را پوشش دهد.

با توجه به چالش‌های فقهی اقتصادی انتشار اوراق بدهی (طباطبائی‌نژاد، ۱۳۹۸، صص. ۶۲-۱۱۲) پیشنهاد می‌شود دولت با استفاده از ظرفیت بازار تبعی به جای فروش بی‌محابای دارایی‌های خود به گونه‌ای مدیریت شده، منابع مالی مورد نیاز خود را جذب نماید. برای مثال در طرح فروش ریالی نفت که در قالب عقد سلف موازی صورت می‌پذیرد، به منظور ایجاد جذابیت برای سرمایه‌گذاران در کنار معافیت مالیاتی و قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه، سود حداقلی به میزان سود سپرده‌های بانکی یک‌ساله در موعد سررسید تضمین می‌شود، بدین صورت که اگر تغییرات قیمتی نفت و یا نرخ ارز منجر به افزایش قیمت ریالی نفت خریداری شده نگردد این سرمایه‌گذاری به میزان

سود بانکی نفع برای خریدار خواهد داشت و با افزایش ریالی قیمت نفت پیش‌فروش شده براساس افزایش قیمت نفت و نرخ ارز خریداران سود کسب خواهند کرد، پیشنهاد می‌شود با توجه به چالش‌های فقهی سلف موازی (طباطبائی نژاد، ۱۳۹۸، صص. ۱۰۷-۱۱۰) و شبهه ربوی بودن تضمین سود با استفاده از ظرفیت بازار تبعی ضمن پیش‌فروش ریالی نفت به صورت قطعی، بازخرید آن توسط شرکت ملی نفت با انتشار اوراق اختیار فروش در حالی که قیمت روز نفت خریداری شده کمتر از قیمت انتظاری بود تعهد شود تا هم کسری فعلی بودجه و هم ریسک سرمایه پوشش داده شود.

از طرف دیگر با نظر به اتحاد مالکیت و مدیریت دولت بر بخش قابل توجهی از اقتصاد و تأثیر سیاست‌گذاری‌های آن بر اقتصاد^{۱۵} به نظر می‌رسد عرضه سهام برخی از شرکت‌های دولتی به‌ضمیمه اوراق اختیار فروش تبعی در بازار سرمایه و صرف وجوه جمع‌آوری شده در بخش‌های موردنیاز ضمن مولدسازی دارایی‌های دولت^{۱۶} زمینه‌های کسری بودجه و تورم ساختاری با فروش بخشی از سهام بنگاه‌های دولتی که توان رشد قیمتی دارند مرتفع گردد.

۴-۵. عدم انباشت بدهی

با کاهش منابع درآمدی و افزایش فشارهای هزینه‌ای، بنگاه‌ها و دولت‌ها با انتشار اوراق بدهی، سعی در جذب نقدینگی موردنیاز خود می‌نمایند و با انتقال کسری بودجه به سال‌های آتی، زمینه تداوم بی‌نظمی در بودجه و افزایش حجم بدهی‌های فراهم می‌گردد. این امر اگرچه شاید برای نسل حاضر مفید و باصرفه تلقی شود ولی برای نسل بعد پرهزینه خواهد بود. از طرف دیگر با افزایش تعهدات و کاهش حاشیه امن، ورود به یک بازی پونزی به‌معنای ایجاد بدهی بیشتر و جدیدتر برای بازپرداخت بدهی‌های قبلی دور از انتظار نخواهد بود، در این صورت سود مشتریان ابتدایی از محل سرمایه‌گذاری مشتریان جدید پرداخت می‌گردد نه براساس فعالیت مفید اقتصادی با ادامه این فعالیت و تعویق تعهدات ضمن افزایش شکنندگی نظام مالی احتمال وقوع بحران اقتصادی را افزایش می‌یابد (طباطبائی نژاد، ۱۳۹۸، صص. ۵۲-۵۵).

اگرچه در بازار تبعی همانند بازار بدهی درآمد ثابتی برای خریداران تعهد می‌شود ولی با توجه به اینکه تأمین مالی براساس فروش منطقی دارایی و قیمت انتظاری آن

صورت می‌پذیرد، از این رو احتمال تراکم بدهی اندک خواهد بود چراکه امکان دارد اجرای طرح توسعه‌ای مورد نظر سبب گردد قیمت هر سهم در بازار افزایش یابد و هزینه انجام پروژه با توجه به انتظارات سرمایه‌گذاران پوشش پذیرد. اگرچه این امر منجر به کاهش سیطره مالکیتی و مدیریتی ناشر اوراق خواهد شد.

۵-۵. کاهش خلق پول

سیستم بانکی با خلق بی‌ضابطه پول و اعتبار ضمن افزایش نقدینگی در جامعه متغیرهای کلان اقتصادی را متلاطم نموده است. عدم انضباط مالی بانک‌ها منجر به افزایش برداشت از ذخایر و بدهی آنها به بانک مرکزی شده، که این امر مهم‌ترین عامل فزاینده رشد پایه پولی در این سال‌ها دانسته می‌شود. نقش بانک‌ها در تولید بیش‌ازحد نقدینگی و حرکت در جهت منافع سهامداران و سپرده‌گذاران کلان، ضرورت ایجاد و گسترش نهادی برای کاستن قدرت و اثرگذاری آنها بر اقتصاد در کنار کنترل و نظارت بیشتر بانک مرکزی بر فعالیت آنها را آشکار می‌سازد. با گسترش و توسعه ابزارهای تأمین منابع مالی در بازار سرمایه نیاز به سیستم بانکی برای رفع نیازهای مالی بنگاه‌ها کاهش می‌یابد که با کاهش حجم تسهیلات‌دهی بانک‌ها شاهد تعادل رشد نقدینگی و در نتیجه بهبود ارزش پول ملی و کاهش تورم خواهیم بود.

پیامد مستقیم بانک‌محور بودن تأمین مالی در ایران تشدید سرعت خلق پول بی‌رویه در اقتصاد بوده است (یوسفی دیندارلو و شهسواری، ۱۳۹۶، ص. ۱۵۶)؛ چراکه توانایی نظام بانکی در خلق پول اولین تفاوت بین بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی دانسته می‌شود که با تأثیر مستقیم بر عرضه پول توان خلق پول به میزان معکوس نرخ ذخیره قانونی را دارا می‌باشند (منکیو، ۱۳۹۱، صص. ۶۳۰-۶۳۱).

اگرچه برخی حجم خلق پول را نشان‌دهنده رونق و یا رکود در نتیجه توانمندی و کارایی نهادهای مالی می‌دانند، اما منکیو^{۱۷} معتقد است در پایان فرایند خلق پول، نقدینگی در جامعه بیشتر شده و پول نقش بیشتری به‌عنوان وسیله مبادله می‌یابد، ولی اقتصاد نسبت به گذشته ثروتمندتر نشده است (منکیو، ۱۳۹۱، ص. ۶۳۲). چراکه منشأ

ثروت، تولید و ایجاد ارزش است و خلق اعتبار باید متناسب با ظرفیت ایجاد و گسترش بخش واقعی اقتصاد باشد.

در حال حاضر بانک‌ها از نظر مینسکی^{۱۸} بیش از آنکه به لوله شبیه باشند نقش پمپ آب را بازی می‌کنند، لذا صرفاً واسطه‌ای جهت تخصیص و جابجایی پول نبوده بلکه مؤسسات سودآوری هستند که نفعشان در افزایش میزان تسهیلات می‌باشد که این امر بخشی از سازوکاری است که باعث بی‌ثباتی اقتصاد می‌گردد.^{۱۹} برخی از اقتصاددانان غربی معتقدند به خاطر سهولت خلق پول اعتباری توسط سیستم بانکی نظام سرمایه‌داری ذاتاً بی‌ثبات است (اینگام، ۱۳۹۸، ص. ۹۶)، از این رو علت بحران ۲۰۰۸ میلادی استفاده بی‌ضابطه و بیش‌ازپیش نظام مالی آمریکا از قدرت خلق پول اعتباری دانسته می‌شود. بازار تبعی این توان را دارد که با جذب پول داغ و سرگردانی که به دنبال دریافت سود تضمین شده هستند ضمن جهت‌دهی و هدایت صحیح آنها در اقتصاد زمینه کنترل خلق اعتبار و ایجاد پول درونی را با کاهش میزان تقاضای وام از سیستم بانکی فراهم سازد.

۵-۶. گذر از اقتصاد بانک محور به اقتصاد بازار محور

بانک محور بودن یک اقتصاد حالتی است که در آن سهم غالب تأمین مالی بنگاه‌ها برای سرمایه ثابت و در گردش به صورت مستقیم از محل اعتبارات بانکی است. در حالی که در اقتصاد بازار محور تأمین مالی از طریق انتشار اوراق سهام و اوراق بدهی بیشترین سهم را برای پوشش هزینه‌ها دارا است. **انسانی و مطالعات فرهنگی**
یکی از مشکلات اقتصاد ایران، عدم تناسب میزان نقدینگی با حجم تولید ناخالص داخلی و عدم توزیع صحیح تسهیلات پرداختی توسط بانک‌ها است. نظام بانکی با خلق اعتبار و نحوه توزیع آن بر اقتصاد و معیشت مردم اثرات مثبت و منفی فراوانی بجا می‌گذارد. حجم تسهیلات پرداختی شبکه بانکی در سال ۱۳۹۶ به بخش‌های مختلف اقتصادی حدود ۱,۵ برابر بودجه عمومی کشور در همان سال بوده است که توزیع نامناسب تسهیلات بانکی و عدم حمایت از بخش مولد که با ریسک بالا و سوددهی در بلندمدت منجر به رشد اقتصادی نامتوازن گردیده است. از سوی دیگر براساس نظریه

پول درون‌زا، بانک‌ها از طریق فرایند وام‌دهی با خلق سپرده جدید عرضه پول در اقتصاد را افزایش می‌دهند؛ آمارها نشان می‌دهد حدود ۸۵ درصد میزان نقدینگی توسط نظام بانکی ایجاد شده است (طباطبائی‌نژاد، ۱۳۹۸، صص. ۴۱-۴۴).

فارغ از میزان تأثیر تغییر ساختار تأمین مالی بر اقتصاد، به نظر می‌رسد تخصیص منابع از طریق بازار تبعی و بدهی کارآیی بیشتری نسبت به بانک‌ها دارد که می‌تواند آثار مثبتی بر کل اقتصاد داشته باشد و رشد و توسعه بازار تبعی دسترسی به منابع مالی و ارتقاء تأمین مالی در بازار سرمایه را نوید می‌دهد. با گسترش و توسعه ابزارهای تأمین منابع مالی در بازار سرمایه نیاز به سیستم بانکی برای رفع نیازهای مالی بنگاه‌ها کاهش یافته و از سرعت خلق پول بی‌رویه در اقتصاد کاسته می‌شود و با کاهش حجم تسهیلات‌دهی بانک‌ها شاهد تعادل رشد نقدینگی و در نتیجه بهبود ارزش پول ملی و کاهش تورم خواهیم بود.

۵-۷. پوشش ریسک برای سرمایه‌گذاران

اوراق اختیار فروش تبعی در بدو راه‌اندازی، پوشش ریسک سرمایه‌گذاران در سهام یک شرکت را میسر می‌ساختند، اما پس از تغییرات به‌عمل‌آمده در سال ۱۳۹۶ به‌منظور تأمین مالی شرکت‌ها مورد استفاده قرار گرفتند^{۲۰}. این اوراق با تضمین خرید سهام پایه در سررسید به قیمت اعمال ضمن حداقل‌سازی و پوشش ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک زمینه جذب ریسک‌گریزان را به بازار سرمایه فراهم سازد و از سوی دیگر با تأمین مالی کوتاه‌مدت شرکت‌های بورسی و فرابورسی مانع از خروج پول از بورس شود.

اگرچه این اوراق همانند اوراق اختیار معامله^{۲۱} نوعی پوشش و مدیریت ریسک محسوب می‌شود و دارنده آن ملزم به انجام معامله نیست، ولی برخلاف اوراق اختیار معامله که حق خرید یا فروش دارایی پایه قرارداد را ظرف مدتی معین به قیمت توافقی برای دارنده آن ایجاد می‌کند اوراق تبعی ابزاری برای تأمین مالی کوتاه‌مدت بنگاه است و بدون ضمیمه شدن سهام پایه قابلیت معامله ندارد.

۵-۸. کنترل بازار ثانویه و کاهش سفته‌بازی

با توجه به اینکه سقف قیمتی برای مجموعه سهام و ورقه اختیار فروش وجود دارد، از این رو امکان کنترل بازار ثانویه آن وجود دارد و دامنه نوسانات آن قابل کنترل است، چراکه سقف قیمت با توجه به قیمت اعمال مشخص می‌شود و با توجه به اینکه سهامدار عمده خواهان استمرار حق مدیریت خود بر شرکت است، از این رو به نظر می‌رسد همه تلاش خود را انجام می‌دهد تا قیمت سهم بیش از قیمت اعمال نشود تا بتواند در تاریخ اعمال سهام فروش رفته را بار دیگر خریداری نماید، لذا با توجه به وجود سقف قیمتی در بازار تبعی نوسانات قیمتی سهام مورد نظر در بازار نقدی پایین‌تر از آن سقف خواهد بود و کنترل بازار ثانویه امکان‌پذیر می‌شود. به عنوان مثال، در فروش اوراق تبعی شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس، خریدار اول مبلغ ۱۷۶۹۹۰ ریال باید پرداخت کند و یکسال بعد در قیمت اعمال ۲۲۲۰۰۰ ریالی بازخرد امکان می‌یابد. مادامی که قیمت سهام به عللی بالا نرود وجود سقف قیمتی سبب کنترل بازار ثانویه آن می‌شود.

۶. آثار مثبت بازار تبعی بر اقتصاد

بازار تبعی در ضمن کنترل رفتارهای هیجانی و تضمین بازدهی حداقلی برای سرمایه‌گذاران در چارچوب شرع با کاهش هزینه تأمین مالی، افزایش شفافیت در تخصیص منابع و ترغیب پس‌اندازکنندگان این ظرفیت را دارا است، که نقدینگی را از بخش غیرمولد به بخش ارزش‌آفرین و مولد هدایت نماید و سهم بازار سرمایه را در تأمین مالی افزایش دهد. لیکن باید توجه داشت که این بازار با توجه به ماهیت فروش و بازخریدی که دارد برای اثرگذاری مطلوب بر تولید و اشتغال باید ضمن ارزیابی فنی و اقتصادی دقیق در شفافیت کامل منابع حاصله را تخصیص دهد و لازم است با توجه به زمان‌بر بودن طرح‌های توسعه‌ای اوراق تبعی متناسب با مدت‌زمان اجرای پروژه و شروع فعالیت آن انتشار یابد.

از سوی دیگر با توجه به عدم عمق و کشش بازار سرمایه برای نقدشوندگی یک‌باره سهام فعال شدن بازار تبعی ضمن کاهش ترس سهامداران از کاهش بیشتر ارزش

دارایی‌شان در نقش رگلاتور از فشار عرضه کاسته و مانع از سرخ‌پوش شدن طولانی مدت بازار سرمایه می‌گردد.

۷. چالش پیش‌روی بازار تبعی

ناشر اوراق در بازار تبعی به منظور تأمین منابع مالی موردنیاز اقدام به فروش بخشی از سهام خود به انضمام اوراق اختیار می‌نماید و تعهد می‌کند در صورتی که قیمت بازاری هر سهم در سررسید اگر کمتر از قیمت اعمال باشد به قیمت توافق شده سهام را بازخريد یا سهام جدید اعطاء می‌نماید. در اینجا ناشر اوراق به‌عنوان سهامدار عمده ممکن است به‌خاطر افزایش قیمتی سهام بخشی از سهام خود را از دست بدهد و سیطره مدیریتی و مالکیتی آن با چالش روبرو شود، یعنی تأمین مالی با فروش دارایی‌ها که با استراتژی حفظ ارزش دارایی تطابق ندارد. به‌عبارت‌دیگر ناشر به هدف افزایش ارزش دارایی خود به اجرای طرح ترمیمی یا توسعه‌ای مبادرت می‌ورزد و به‌منظور پوشش هزینه‌ها و جذب نقدینگی موردنیاز بخشی از سهام خویش را می‌فروشد، حال اگر قیمت هر سهم با توجه به انتظارات افزایش یابد و بیشتر از قیمت اعمال گردد در این صورت دارندگان اوراق یا سهام پایه را ننگه می‌دارند و یا در بازار می‌فروشند که این باهدف اصلی ناشر که افزایش ارزش دارایی‌اش بوده در تضاد است. به‌بیان‌دیگر هزینه این روش از تأمین مالی برابر است با از دست دادن دارایی، از این‌رو ممکن است ناشر برای حفظ مالکیت و قدرت مدیریتی خود با ارائه اطلاعات نادرست و گمراه‌کننده به دست‌کاری قیمتی به‌منظور جمع‌آوری سهام اقدام نماید. یا در صورتی که پروژه به عللی بازده موردانتظار را نداشته باشد و قیمت سهام کمتر از قیمت اعمال باشد، ناشر موظف است اوراق را به قیمت اعمال بازخريد نماید که این تعهد، بار مالی خواهد داشت و ممکن است منجر به سقوط بیشتر قیمت هر سهام گردد.

از سوی دیگر با سقوط شاخص کل، سازمان بورس با همکاری ناشران و سهامداران عمده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تصمیم گرفت با فعال‌تر شدن بازار تبعی و با استفاده از مکانیزم اوراق اختیار فروش تبعی، حداقل بازده تضمین‌شده‌ای را برای سرمایه‌گذاران فراهم کند تا با شیوع بدبینی و تصور زیان، بازار سرمایه را از خطر سقوط و غرق شدن در گرداب خودساخته صف‌های فروش نجات دهد. انتشار

بی‌محابای اوراق تبعی بدون داشتن چشم‌انداز واقع‌بینانه و دارا نبودن طرح توجیهی صحیح اقتصادی برای هزینه کردن وجوه جذب‌شده موجب ایجاد بار مالی اضافی بر شرکت‌ها می‌شود و ضمن انحراف از سرمایه‌گذاری مولد سبب انباشت بدهی در بلندمدت می‌شود.

به‌نظر می‌رسد برای جلوگیری از وقوع این مشکلات لازم است انتشار اوراق براساس نیاز توسعه‌ای بنگاه و نه کنترل شاخص بورس صورت پذیرد و پیش از عرضه اوراق تبعی طرح توجیهی با ارزیابی فنی و اقتصادی پروژه در اختیار سازمان بورس قرار گیرد و پس از نشر اوراق سازمان بورس با نظارت مستمر و دقیق خود از انتشار اخبار کذب و اطلاعات غیرشفاف جلوگیری نماید.

۸. تحلیل فقهی بازار تبعی

بازار، نهادی به‌منظور چانه‌زنی میان عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان است که علی‌رغم وجود نقصان اطلاعات و عدم شفافیت کامل، سازوکار مناسبی جهت ارزش‌گذاری دارایی‌ها دانسته می‌شود. در بررسی و تحلیل فقهی بازار تبعی لازم است دو جنبه «ماهیت بازار تبعی» و «ابزارهای قابل معامله» در آن مورد بحث قرار گیرد.

بازار فارغ از ابزارهای که در آن مبادله می‌شود باید از اصول و قواعدی تبعیت نماید تا قابلیت اضافه شدن عنوان اسلامی را پیدا کند. نهاد مالی در قالب نظام اقتصادی اسلام باید اصول و ضوابطی همچون رعایت اصول اخلاقی و شرعی، صیانت از سرمایه‌های معنوی و مادی، حفاظت از سلامت و استقلال اقتصادی جامعه اسلامی، کمک به تحقق توازن و تعادل اجتماعی، ایجاد زمینه افزایش رفاه اجتماعی، خلق ثروت به‌وسیله ارزش‌آفرینی، کسب درآمد قانونی و حمایت از بخش واقعی اقتصاد را مدنظر داشته باشد (طباطبائی نژاد، ۱۳۹۸، صص. ۱۱۸-۱۴۵).

در بازار تبعی، بنگاهی که در بورس یا فرابورس پذیرفته‌شده به‌منظور تأمین مالی کوتاه‌مدت خود پس از انجام ارزیابی‌های فنی و اقتصادی لازم و کسب مجوز بخشی از سهام خود را به‌ضمیمه اوراق اختیار فروش عرضه می‌نماید و با جذب نقدینگی از بازار سرمایه، نیاز مالی خود را پوشش می‌دهد. از سوی دیگر برای سرمایه‌گذاران

—خریداران سهام به‌ضمیمه اوراق— حداقل سودی را با بازخرید سهام به قیمت اعمال در سررسید تضمین می‌نماید. بر این اساس بازار تبعی محلی برای خرید و فروش اوراق مالی بوده و سرمایه‌گذاران قصد جدی بر معاملات داشته و آثار حقوقی ناشی از عقد بیع ایجاد می‌شود.

در مورد بحث فقهی اوراق اختیار تبعی در ابتدا باید مشخص شود چه چیزی مورد معامله می‌باشد —مبیع— چیست؟ و اساساً پول در مقابل چه چیزی رد و بدل می‌شود؟ لازم به ذکر است در اوراق اختیار تبعی، تأمین مالی به‌واسطه سهام بوده و سهامدار عمده در ضمن فروش بخشی از سهام خود با دریافت مبلغی تعهد می‌نماید در شرایطی خاص سهام فروخته‌شده را به قیمتی بالاتر و معین در سررسید بازخرید نماید، از این رو مبیع سهام —مجموعه دارایی‌ها و بدهی‌های— شرکت بوده و در ضمن این معامله شرط می‌شود که اگر خریدار مبلغ معینی بپردازد در قبال آن این حق را داشته باشد در شرایطی خاص فروشنده مبیع را به قیمت توافق شده بازخرید نماید، لذا حتی در صورتی که این قرارداد برای پوشش ریسک قیمتی باشد تعهد به خرید برای حداقل نمودن ریسک قیمتی در ضمن عقد شرط می‌شود و خود تعهد مبیع قرار نمی‌گیرد تا اشکال شرعی اختیار معامله به‌وجود آید.^{۲۲}

لازم به ذکر است اگر داعی و انگیزه^{۲۳} بر این قرارداد حصول حداقل سود تضمین شده از طریق قصد جدی بر بیع باشد، قرارداد مشروع است؛ ولی اگر جهت معامله حیل و پوششی برای ربا و بیع صوری باشد، غیرمشروع خواهد بود. در معاملات صوری اگرچه شکل ظاهری قرارداد رعایت می‌شود لیکن طرفین یا یکی از آنها قصد جدی نسبت به رعایت مفاد آن را ندارد و قصد جدی برای به‌وجود آوردن آثار حقوقی ناشی از عقد مورد انشاء وجود ندارد که این امر سبب می‌گردد، روال غیرشرعی در مبادلات دنبال شود. آنچه سبب دور شدن قراردادهای اختیار تبعی از حیل ربا و قرض ربوی می‌شود وجود قصد جدی بر انجام معامله است، یعنی محتوای عملکرد با فحوای عقد تطابق داشته و اراده جدی بر انجام قرارداد وجود دارد و پوششی برای رباخواری نیست. از سوی دیگر انجام معامله اول متوقف بر انجام معامله دوم نیست، اگرچه قرارداد دوم —بازخرید به قیمت بیشتر— بی‌اثر نبوده ولی سبب وجود قرارداد اول

نیست، چون در صورتی که قیمت سهم پایه در بازار مساوی یا بالاتر از قیمت اعمال باشد قرارداد ملغی می‌شود و عرضه‌کننده اوراق اختیار ملزم به خرید نیست. ولی اگر شرط خرید در ضمن معامله از باب الزام و سلب اختیار از طرفین باشد در نظر مشهور فقهای شیعه منجر به بطلان معامله می‌گردد (فرهنگ فقه مطابق مذهب اهل بیت علیهم السلام، ۱۴۲۶ق، ج ۲، ص. ۱۹۰).

این قرارداد بیع‌العینه نیست، چراکه بیع‌العینه خرید نقدی و فروش نسبه و بالعکس برای تأمین نقدینگی است (معصومی‌نیا، ۱۳۹۸، ص. ۵۱). در بیع‌العینه مجموع بیع نقد و نسبه باهم ارتباط شرطی داشته و خرید و فروش در یک‌زمان انجام می‌گیرد و حال آنکه در قرارداد اختیار تبعی مجموع خرید و فروش ارتباط تام شرطی باهم نداشته و خرید در زمان عرضه و فروش در سررسید با توجه به قیمت روز سهم صورت می‌پذیرد و دارنده اوراق تبعی مالک سهام خریداری‌شده تا تاریخ اعمال می‌گردد و از مزایایی آن برخوردار می‌شود.

شبهه مهمی که در باب اوراق تبعی مطرح است پوشش دادن این معامله برای انجام قرض ربوی می‌باشد، به این معنا که فرد به جای اینکه بگوید ۱۰۰۰ تومان قرض بده سال آینده ۱۳۰۰ تومان بازپس می‌دهم می‌گوید این کالا ۱۰۰۰ تومان به شما می‌فروشم و تعهد می‌کنم اگر شما ۵۰ تومان به من پرداخت کنید این حق برای شما محفوظ باشد که آن را در سال آینده در صورت تمایل ۱۳۰۰ تومان از شما خریداری کنم. با اندکی تأملی این شبهه قابل جواب است، چراکه قرض در تعریف مشهور تملیک همراه با ضمانت بر بازگرداندن مال است (مصطفوی، ۱۴۲۳ق، ص. ۵۵۶)؛ یعنی قرض‌دهنده به شرط ضمانت به بازپس دادن مال، آن را به تملیک قرض‌گیرنده درمی‌آورد و ذمه‌اش نسبت به بازپرداخت آن در هر حال مشغول می‌شود و ملزم به پس دادن مال است و حال اینکه در اختیار تبعی در ضمن خرید و فروش فروشنده متعهد به بازخرید کالا در شرایط خاص می‌شود، یعنی معاوضه و تملیک به شرط تملیک است، به عبارت دیگر فروشنده بخشی از دارایی خود را می‌فروشد و تعهد می‌کند این کالا را در ازای دریافت مبلغی به قیمت بالاتر از مشتری بازخریدار نماید به این شرط که قیمت بازاری سهم کمتر از قیمت اعمال باشد.

به بیانی دیگر این معامله اگرچه ممکن است تا حدودی شبیه قرض ربوی باشد، لیکن به بیع با شرط ضمن عقد^{۲۴} هماهنگ تر و قابل انطباق تر است، چراکه طرفین ملتزم به مفاد بیع می شوند و بیع صوری نیست. در واقع خریدار مالک سهم شده و از تمامی حقوق سهام برخوردار است و در کنار این، فروش شرط ضمن عقدی صورت می گیرد و آن تعهد به بازخرید به قیمت بالاتر در قبال دریافت مبلغی است، که این شرط نه مخالف کتاب و سنت است و نه مخالف مقتضای عقد، بلکه دارای منفعت عقلایی و عرفی است.

توجه به این نکته ضروری است که شرط زمانی واجب الوفا می باشد که در هنگام عقد بدان توجه شود و ذکر گردد. پس اگر گفته شد قیمت اعمال فلان مبلغ است و قرارداد بسته شد، ناشر حق ندارد قیمت را در آینده کم نماید و باید به قیمت اعلامی در ضمن عقد وفا شود. همچنین سود پرداختی سهم حق مالک اوراق تبعی بوده و شرکت نباید به خاطر پرداخت سود از قیمت اعمال کم نماید، مگر اینکه در شرط ضمن عقد تعدیل قیمت اعمال براساس سود ذکر شود که این امر منجر به جهل می شود.

جمع بندی و نتیجه گیری

در اسلام کسب درآمد بی قید و رها نمی باشد و شریعت با شعار تأمین معیشت از هر راه و به هر کیفیتی مخالف است، بلکه باید فعالیت اقتصادی منطبق با قالبها و چارچوبهای ایجابی و سلبی مدنظر شارع پایه ریزی شود، از این رو لازم است نهاد مالی و ابزارهای که درآمد و عایدی برای فعالان آن به ارمغان می آورند ضوابط عامه و خاصه منطبق بر بازار و هر یک از قراردادها را رعایت نمایند. این ضوابط و قواعد که شریعت بر آنها تأکید دارد نه مانعی برای نوآوری بلکه به هدف صیانت از بنیانهای اقتصادی و انسجام بخشیدن به معاش جامعه و جلوگیری از هرج و مرج در کنشهای اقتصادی می باشد.

با توجه به اینکه حجم بالای از نقدینگی کشور که در اختیار افراد ریسک گریز قرار دارد به نظر می رسد بازار سرمایه این قابلیت را دارا است که با اقدامات ابتکاری و تدابیری متفاوت نظیر فعال تر شدن بازار تبعی زمینه جذب نقدینگی سرگردان در جامعه

را به منظور تأمین منابع مالی بنگاه‌های بورسی مهیا گردد تا از طریق افزایش سوددهی آنها شاهد رشد منطقی قیمت سهام آنها باشیم. در بازار تبعی با فروش سهام به‌ضمیمه اوراق اختیار فروش ضمن تأمین مالی سریع و کم‌هزینه بنگاه توسط بازار سرمایه با پوشش ریسک قیمتی سهام نقدینگی ریسک‌گریزان به‌صورت بهینه تخصیص می‌یابد و با کاهش تقاضای تسهیلات از نظام بانکی شاهد کنترل خلق پول درونی خواهیم بود. بازار تبعی با کنترل رفتارهای انتظاری، تعدیل هزینه‌های تأمین مالی، افزایش شفافیت در تخصیص منابع و ترغیب پس‌اندازکنندگان ضمن افزایش سهم بازار سرمایه در تجهیز و تخصیص منابع موجب تعمیق و توسعه بازارهای مالی می‌شود. با فرض پذیرش حرمت حیل ربا اشکال حيله بودن این نوع قرارداد با نظر به تفاوت بنیادی اوراق اختیار تبعی با آپشن - در آپشن تعهد بالاصاله مبادله می‌شود ولی در اوراق تبعی ضمن عقد بیع فروشنده متعهد می‌شود که در شرایطی خاص، سهام فروخته‌شده را در قیمتی بالاتر بازخرید نماید - و صوری نبودن آن با توجه به تحقق لوازم و آثار حقوقی بیع وارد نخواهد بود.

یادداشت‌ها

۱ شاخص کل که در ۱۳۹۸/۰۶/۲۶ برابر ۳۰۲۰۸۲,۱ واحد بود در ۱۳۹۹/۰۶/۲۶ برابر با ۱۷۰۴۱۰۸,۵ گردید.

2. <https://www.csdiran.ir>

۳. با بیش از ۵۵ درصد سهم بنگاه.
۴. سهمی که اوراق اختیار فروش تبعی مبتنی بر آن است.
۵. قیمتی است که عرضه‌کننده تعهد می‌کند سهام پایه اوراق اختیار فروش تبعی را در سررسید با آن قیمت تسویه نماید.
۶. ماده (۱) دستورالعمل معاملات اوراق اختیار فروش تبعی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، پیوست بند (۳)، صورتجلسه ۵۳۲، مورخ ۱۳۹۷/۰۶/۱۴.
۷. ماده (۱۰)
۸. ماده (۲۲)
۹. ماده (۲۵)

۱۰. به منظور درک بهتر و آشنایی بیشتر با روند سرمایه‌گذاری در این بازار به عرضه اوراق اختیار فروش تبعی شرکت ریل سیر کوثر (حسیر) که در تاریخ ۱۳۹۶/۰۸/۲۷ در فرابورس منتشر شده اشاره می‌کنیم. براساس اطلاعیه منتشر شده این اوراق مبتنی بر سهام شرکت ریل سیر کوثر (حسیر) است و دوره معامله از ۱۳۹۶/۰۸/۲۷ تا ۱۳۹۷/۰۸/۲۳ بوده و سررسید این اوراق در تاریخ ۱۳۹۷/۰۸/۲۷ با قیمت ۳۶۰ تومان است و صرفاً سهامدارانی می‌توانند از حق اختیار فروش تبعی در سررسید استفاده نمایند که هر دو سهام پایه و اختیار فروش تبعی آن را در یک روز خریداری نموده باشند و خریدار نمی‌تواند بیش از تعداد سهام پایه‌ای که در اختیار دارد این اوراق را خریداری نماید و اگر تعداد اوراق اختیار فروش تبعی تحت مالکیت سهامدار از تعداد سهام پایه تحت مالکیت وی در پایان روز بیشتر باشد اوراق مزاد باطل می‌گردد. قیمت این اوراق براساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و خریداران حق فروش مجدد این اوراق را نداشته و فقط در تاریخ اعمال - سررسید - می‌توانند اختیار فروش خود را در صورتی که قیمت پایانی سهام پایه در سررسید کمتر از ۳۶۰ تومان باشد اعمال نمایند.

سود معاملاتی = قیمت اوراق اختیار فروش تبعی - قیمت سهام پایه در روز اعمال - کارمزد و مالیات - قیمت اعمال
در این مثال قیمت اوراق اختیار ۵ تومان بوده و کارمزد انجام معامله ۰,۰۰۸ است. قیمت هر سهم در پایان دوره معاملاتی یعنی ۱۳۹۷/۰۸/۲۳ برابر با ۲۸۸ تومان بوده است با فرض خرید ۱۰۰۰ سهم و اوراق اختیار، سود معاملاتی حاصله برابر با ۶۷ هزار تومان می‌باشد یعنی نرخ بازدهی این خرید حدود ۲۳ درصد بوده است.

۱۱. استنباط شده از مجموعه درس‌های آیت‌الله ظهیری و عندلیبی (دام‌عزهما)

۱۲. مانند آنچه در مرداد و شهریور امسال شاهد بودیم. **طالعات فقهی**

۱۳. قابلیت خرید و فروش اوراق و تبدیل شدن آسان به دارایی‌های دیگر منجر به گردش نقدینگی و رقابت برای جذب آن می‌شود.

14. <http://www.pana.ir/news/1090847>

۱۵. میزان دارایی‌های دولت حدود ۲,۵ برابر حجم نقدینگی و بودجه آن تقریباً برابر با حجم نقدینگی و میزان تولید ناخالص به قیمت بازار است.

۱۶. براساس اعلام رئیس سازمان برنامه و بودجه میزان دارایی‌های دولت حدود ۷ میلیون میلیارد تومان است.

17. Mankiw

18. Minsky

19. <https://mbri.ac.ir/Default.aspx?PageName=News&ID=161062>

۲۰. در سال ۱۳۹۶ به وسیله این اوراق ۲۳ هزار و ۵۴۴ میلیارد ریال تأمین مالی شده است.

<https://www.eghtesadonline.com/n/1g58>

21. Option Contract

۲۲. المسألة الثالثة فهي أن يبيع شيئاً و يشترط في ضمنه أن يبيعه ثانياً... عليه فمقتضى القاعدة المتصيدة من العمومات الدالة على صحة المعاملات هو صحة البيع الثاني أيضاً كما هو واضح. (خویی، بی تا، ج ۷، صص. ۵۹۰-۵۸۶).

۲۳. جهت معامله که داعی یا انگیزه نیز نامیده می شود، عبارت است از هدف غیرمستقیم معامله کننده از انجام عقد.

۲۴. اگر در ضمن قراردادی، تعهد و قرارداد فرعی دیگری شکل بگیرد به آن «شرط ضمن عقد» گفته می شود، که موضوع آن تعهد یا قرارداد فرعی می تواند به صورت مستقل از قرارداد اصلی معامله شود و یا بخشی از مورد معامله اصلی را تشکیل دهد. این شرط غیرمشروع و مخالف حکم شرعی نیست. این شرط چیزی اضافه بر ارکان عقد است که به طور طبیعی هنگام انعقاد عقد، طرفین به آن ملتزم می شوند.

کتابنامه

- اینگام، جفری (۱۳۹۸). سرمایه داری (سیداحسان خاندوزی، و علیرضا اشرفی، مترجمان). تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.
- جمعی از پژوهشگران زیر نظر شاهرودی، سید محمود هاشمی (۱۴۲۶ق). فرهنگ فقه مطابق مذهب اهل بیت علیهم السلام (چاپ اول). قم: مؤسسه دائرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم السلام.
- خویی، سید ابوالقاسم (بی تا). مصباح الفقاهة (المکاسب). مقرر: محمدعلی توحیدی نرم افزار جامع فقه اهل بیت علیهم السلام ۲.
- طباطبائی نژاد، سیدصادق (۱۳۹۸). تحلیل فقهی اقتصادی بازار بدهی در نظام اقتصادی اسلام (رساله دکتری)، دانشگاه عدالت، تهران، ایران.
- فبوزی، فرانک؛ و فرانکو مودیلیانی، مایکل فری (۱۳۸۹). مبانی بازارها و نهادهای مالی (حسین عبده تبریزی، مترجم) (چاپ سوم). تهران: آگاه.
- مصطفوی، سید محمدکاظم (۱۴۲۳ق). فقه المعاملات (چاپ اول). قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.

معصومی‌نیا، علی (۱۳۹۸). بیع‌العینه: بررسی فقهی و کاربرد آن در اختیار معامله تبعی و اوراق تورق. *دوفصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی*، ۱۰(۲۰)، ۴۹-۶۵.

منکیو، گریگوری (۱۳۹۱). *اقتصاد کلان* (حمیدرضا ارباب، مترجم). تهران: نی.
یوسفی دیندارلو، مجتبی؛ و شهسواری، محمدعلی (۱۳۹۶). پیشنهاد یک الگوی بانکداری مبتنی بر صکوک در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا. *دوفصلنامه جستارهای*

اقتصادی ایران، ۱۴(۲۷)، ۱۸۱-۱۵۳. Doi: 10.30471/iee.2017.1342

<https://www.khanesarmaye.com>

<http://www.tsetmc.com>

<https://www.csdiran.ir>



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی