

## Designing a Hedging Instrument for Profit rate Fluctuations in the Islamic Capital Market: Using an Islamic Treasury bill Portfolio Futures Contract

Mohsen Yavari | Mohammad Reza Simiari\* | Reza Mirzakhani

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2026.249108.2004>

طراحی ابزار پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در بازار سرمایه اسلامی: به کارگیری قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی

محسن یاورى | محمدرضا سیمیاری\* | رضا میرزاخانی

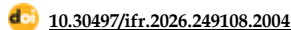
پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2026.249108.2004>



Copyright 2025 The Author(s).

Published by *Imam Sadiq University*, Tehran, Iran.

This work is fully Open Access under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) license, allowing non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited and not modified. *Islamic Finance Researches* strictly follows the ethical guidelines of the Committee on Publication Ethics (COPE), which all readers, authors, reviewers, and editors are expected to observe and uphold.



## Designing a Hedging Instrument for Profit rate Fluctuations in the Islamic Capital Market: Using an Islamic Treasury bill Portfolio Futures Contract

**Mohsen Yavari:** MSc Graduate in Applied Mathematics – Finance, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran.  
mouhsen.yavari@gmail.com | 0009-0008-8928-0438

**Mohammad Reza Simiari:** Ph.D. Student, Financial Management, Faculty of Management, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

m\_simiari@sbu.ac.ir | 0000-0002-9636-708X

**Reza Mirzakhani:** Assistant Professor, Department of Fiqh and Principles of Law, Faculty of Theology, Islamic Sciences and Guidance, Imam Sadiq University, Tehran, Iran

r.mirzakhani@isu.ac.ir | 0000-0001-9827-5464

### Abstract

#### 1. Introduction and Objective

The value of investment portfolios held by investment funds, as well as banks' loan portfolios, is affected by fluctuations in interest rates. Therefore, managing interest rate risk is essential in this regard. Globally, financial institutions operating in money and capital markets utilize interest rate futures contracts to hedge against interest rate volatility. In Islamic capital markets, however, the concept of "interest" does not exist; instead, the relevant concept is the "rate of return" or "profit rate." Since, within Islamic capital markets, a rate itself is not considered a tradable asset possessing intrinsic proprietary value (māliyya), entering into futures contracts based directly on a rate is prohibited. Consequently, conventional interest rate futures cannot be employed on profit rates in Islamic finance.

The central question of this research is therefore: *What alternative instrument can be proposed, within the framework of Imamiyyah (Ja'fari) jurisprudence, for managing profit-rate risk in Islamic financial markets (including both Islamic capital markets and Islamic banking)?*

#### 2. Methods and Materials

This study employs juristic (fiqh-based) reasoning and analysis. In order to validate the proposed solution, the focus group method was utilized. The focus group consisted of twelve experts from diverse fields, including finance, risk management, Islamic finance, and

Islamic commercial jurisprudence (fiqh al-mu'āmalāt). The participants included members of specialized Shari'ah committees, members of the Capital Market Expert Working Group of the Securities and Exchange Organization, and researchers in finance and Islamic finance.

### 3. Research Findings

Given that the yield rate on Islamic Treasury Securities (Sukuk al-Khazānah al-Islāmiyyah; Akhza) may be regarded as the risk-free rate within Iran's economy, a futures contract based on a basket of Islamic Treasury Securities traded in the Iranian capital market can, to a significant extent, replicate the economic function of a risk-free profit-rate futures instrument.

### 4. Discussion and Conclusion

Financial institutions—including both capital market institutions and banks—may utilize futures contracts based on a basket of Islamic Treasury Securities in order to hedge against fluctuations in profit rates in Iran. The focus group, while emphasizing compliance with the operational requirements governing the use of this instrument, approved the proposed solution from a Shari'ah perspective. These requirements are as follows:

- 1) The inclusion of such securities as the underlying asset in a futures contract is permissible from a Shari'ah standpoint. However, stipulating the delivery of a different Islamic Treasury Security in place of the originally specified underlying asset is not considered Shari'ah-compliant. Nevertheless, where delivery of the specified security is not feasible at maturity, cash settlement—subject to terms agreed upon in advance by the parties—is permissible. Furthermore, the Shari'ah considerations applicable to equity basket futures contracts must also be observed. These include:
  - the structure being based on reciprocal exchange and the trading of mutual obligations;
  - the permissibility of cash settlement at maturity upon mutual agreement;

- the ability to physically deliver the underlying basket at maturity;
  - the validity of contractual agreements regarding adjustment of the traded underlying basket in the event of changes to the composition of the reference basket;
  - the validity of contractual provisions allowing cash settlement in the event that trading in some components of the underlying basket is suspended in accordance with the regulations of the Securities and Exchange Organization; and
  - the validity of contractual provisions governing cash settlement of fractional quantities (if any) within the underlying basket at maturity.
- 2) It is necessary that the Islamic Treasury Securities constituting the basket be selected in such a manner that physical delivery of the securities remains feasible upon maturity of the futures contract.

**5. Keywords:** Profit Rate Risk; Hedging, Futures Contract; Islamic Capital Market; Islamic Banking; Islamic Treasury Bills.

**6. JEL Classification:** G13; G32; Z12

## طراحی ابزار پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در بازار سرمایه اسلامی: به کارگیری قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی

**محسن یاورى:** دانش‌آموخته کارشناسی ارشد ریاضیات کاربردی- مالی، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران؛  
تحلیلگر مالی خبره CFA. mouhsen.yavari@gmail.com

**محمدرضا سیمیارى:** دانشجوی دکتری، مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران  
(نویسنده مسئول). m\_simiari@sbu.ac.ir

**رضا میرزاکhani:** استادیار، گروه فقه و مبانی حقوق، دانشکده الهیات، معارف اسلامی و ارشاد، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران r.mirzakhani@isu.ac.ir

### چکیده

#### ۱. مقدمه و هدف

ارزش پرتفوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری و همچنین پرتفوی وام بانک‌ها از تغییرات نرخ بهره تأثیر می‌پذیرند؛ از این رو در این خصوص لازم است ریسک نرخ بهره مدیریت شود. به منظور پوشش ریسک نوسانات نرخ بهره در دنیا نهادهای مالی فعال در بازارهای پول و سرمایه از آتی نرخ بهره استفاده می‌کنند. در بازار سرمایه اسلامی، مفهوم بهره وجود ندارد و آنچه وجود دارد، نرخ سود است. در بازار سرمایه اسلامی از آنجایی که نرخ فاقد مالیت است، انعقاد قرارداد آتی بر روی نرخ، ممنوع است؛ در نتیجه نمی‌توان از ابزار آتی بر روی نرخ سود استفاده کرد. مسئله این تحقیق عبارت است از: چه ابزار جایگزینی می‌توان برای مدیریت ریسک نرخ سود در بازارهای مالی اسلامی (اعم از بازار سرمایه اسلامی و بانکداری اسلامی) در چارچوب فقه امامیه ارائه داد؟

#### ۲. مواد و روش‌ها

در این تحقیق از استدلال فقهی استفاده شده و به منظور اعتبارسنجی راه‌حل ارائه شده، روش گروه کانونی اجرا شده است. خبرگان گروه کانونی عبارتند از ۱۲ خبره با تخصص‌های مختلف مالی، مدیریت ریسک، مالی اسلامی و فقه معاملات (شامل اعضای کمیته تخصصی فقهی و اعضای کارگروه تخصصی بازار سرمایه سازمان بورس و اوراق بهادار و پژوهشگران مالی اسلامی و مالی).

### ۳. یافته‌های تحقیق

از آنجایی که می‌توان نرخ اسناد خزانه اسلامی را نرخ بدون ریسک در اقتصاد ایران در نظر گرفت، قرارداد آتی روی سبدهی از اسناد خزانه اسلامی مورد معامله در بازار سرمایه ایران، تقریباً می‌تواند آتی نرخ سود بدون ریسک را شبیه‌سازی کند.

### ۴. بحث و نتیجه‌گیری

نهادهای مالی (اعم از نهادهای مالی بازار سرمایه و بانک‌ها) می‌توانند به‌منظور پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در ایران، از قرارداد آتی مبتنی بر سبدهی اسناد خزانه اسلامی استفاده نمایند. گروه کانونی ضمن تأکید بر رعایت الزامات استفاده از این ابزار، راه‌حل ارائه شده را از منظر فقهی تأیید کردند. این الزامات عبارتند از: ۱. قرار گرفتن این اوراق به عنوان دارایی پایه در قرارداد آتی از نظر ملاحظات فقهی بلامانع است اما شرط تحویل سند خزانه اسلامی دیگری بجای آنچه در اصل دارایی پایه در قرارداد آتی قرار گرفته از نظر فقهی صحیح نیست؛ اما در صورتی که امکان تحویل آن سند در مقطع سررسید وجود نداشته، تسویه نقدی با ضوابطی که در ابتدا بین طرفین توافق می‌شود، بلامانع است؛ و ملاحظات فقهی قرارداد آتی سبدهی سهام (شامل: مبتنی بر معاوضه و معامله دو تعهد، قابلیت تسویه نقدی در سررسید با توافق طرفین، قابلیت تسلیم سبدهی پایه در سررسید، صحت توافق طرفین مبنی بر تعدیل سبدهی پایه مورد معامله در فرض تغییر ترکیب سبدهی مرجع، صحت شرط ضمن عقد مبنی بر تسویه نقدی در فرض توقف نماد برخی از [اقلام] سبدهی پایه مطابق مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار و صحت شرط ضمن عقد تسویه نقدی مقدار اعشاری (در صورت وجود) در سبدهی پایه در سررسید) رعایت شود؛ ۲. ضروری است اسناد خزانه اسلامی موجود در سبدهی به‌گونه‌ای باشند که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی آن وجود داشته باشد.

**واژگان کلیدی:** ریسک نرخ سود؛ پوشش ریسک؛ قرارداد آتی؛ بازار سرمایه اسلامی؛ بانکداری اسلامی؛ اسناد خزانه اسلامی.

## مقدمه

یکی از ریسک‌هایی که عملکرد نهادهای مالی، سرمایه‌گذاران و فعالان بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ریسک نرخ بهره است. ریسک نرخ بهره به تغییرات نرخ بهره بازار و تأثیر آن بر ارزش سبد دارایی‌ها و بدهی‌های مالی اشاره دارد. در جهان، روش‌های مختلفی برای مدیریت ریسک نرخ بهره، از جمله استفاده از قراردادهای آتی نرخ بهره، به‌کار گرفته می‌شود. در بازارهای سرمایه اسلامی، مفهوم نرخ بهره وجود ندارد؛ زیرا دریافت و پرداخت بهره مضمول حکم حرمت ربا است و ابزارها به‌گونه‌ای طراحی شده‌اند که عملاً پرداخت یا دریافت بهره در آنها وجود نداشته باشد. در بازارهای مالی اسلامی، اعم از بازار سرمایه اسلامی و بانکداری اسلامی، مفهوم نرخ سود مطرح است که با نرخ بهره تفاوت دارد؛ مانند نرخ سود اوراق مرابحه، اوراق اجاره، اسناد خزانه اسلامی، سپرده‌های بانکی و تسهیلات بانکی. چنانچه نرخ بهره در اقتصادهای غربی معادل نرخ سود بدون ریسک تلقی شود، در بازارهای مالی ایران می‌توان نرخ سود بدون ریسک را عمدتاً شامل نرخ اوراق دولتی بدون ریسک، مانند اسناد خزانه اسلامی و اوراق مرابحه عام دولتی، نرخ سود سپرده بانکی و نرخ سود بین‌بانکی دانست.

همان‌گونه که در بازارهای مالی متعارف دنیا، تغییرات نرخ بهره اثر مستقیمی بر ارزش سبد دارایی‌های مالی دارد، در بازارهای سرمایه اسلامی نیز تغییرات نرخ سود، به‌ویژه نرخ سود بدون ریسک، موجب نوسان در ارزش دارایی‌های مالی منطبق با موازین شریعت می‌شود. در بازارهای متعارف، برای پوشش این ریسک از انواع مشتقات نرخ بهره استفاده می‌شود؛ اما در بازارهای سرمایه اسلامی، استفاده از این ابزارها به دلیل ملاحظات فقهی مجاز نیست.

تأمین مالی مقرون‌به‌صرفه، پایدار و کافی، از بایسته‌های ثبات اقتصادی و تداوم فعالیت کسب‌وکارها است. افزایش نرخ‌های تأمین مالی، هزینه کسب‌وکارها و شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و در نتیجه، انگیزه فعالیت در بخش مولد اقتصاد و سرمایه‌گذاری‌های تولیدی را کاهش می‌دهد. همچنین، پاسخ ندادن به نیازهای تأمین مالی کسب‌وکارها، علاوه بر کاهش سرمایه‌گذاری ثابت، به کمبود سرمایه در گردش و کاهش سطح فعالیت آنها منجر می‌شود. افزون بر این، ناپایداری تأمین مالی ناشی از نوسانات نرخ سود و

سیاست‌های پولی انقباضی نیز می‌تواند موجب کاهش فعالیت‌های تجاری و بروز رکود شود.

از سوی دیگر، نوسانات نرخ سود موجب افزایش ریسک تأمین مالی و در پی آن، افزایش هزینه تأمین مالی از طریق نظام بانکی و بازار سرمایه می‌شود. بانک‌ها و نهادهای تأمین سرمایه برای تأمین مالی مشتریان، اعم از کسب‌وکارها و شرکت‌ها، در قالب تسهیلات و تعهد پذیره‌نویسی اوراق با درآمد ثابت، ناگزیرند بخشی از منابع موردنیاز را از طریق جذب سپرده یا منابع صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت تأمین کنند. در صورت افزایش نرخ سود پس از پرداخت تسهیلات یا تعهد پذیره‌نویسی، هزینه جذب منابع برای بانک‌ها و نهادهای تأمین سرمایه افزایش می‌یابد و این موضوع فعالیت آنها را با چالش مواجه می‌کند. در نبود سازوکاری برای پوشش ریسک افزایش نرخ سود، بانک‌ها و نهادهای تأمین سرمایه ناچار خواهند بود هزینه این ریسک را از طریق افزایش نرخ سود تسهیلات و اوراق، یا کاهش پذیرش درخواست‌های تسهیلات و انتشار اوراق، به کسب‌وکارها منتقل کنند. این مسئله همچنین می‌تواند در فاصله قابل توجه میان نرخ سود تسهیلات و اوراق با نرخ سود سپرده‌های بانکی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت نمایان شود؛ هزینه‌ای که در نهایت بر دوش کسب‌وکارها قرار می‌گیرد. در مقابل، کاهش نرخ سود نیز ممکن است موجب زیان بازارگردانانی شود که بخشی از اوراق با درآمد ثابت خود را عرضه کرده‌اند. همچنین، افزایش تورم و انتظارات تورمی، بازده مورد انتظار ابزارهای مالی با درآمد ثابت را افزایش می‌دهد و در نتیجه، ارزش این دارایی‌ها کاهش یافته و سرمایه‌گذاران متحمل زیان می‌شوند. بازده مورد انتظار اوراق با درآمد ثابت از عواملی مانند بی‌ثباتی تورم، چرخه‌های تجاری، ریسک اعتباری، عرضه و تقاضای بازار و نقدشوندگی نیز تأثیر می‌پذیرد. هر یک از این عوامل می‌تواند با تغییر بازده مورد انتظار اوراق با درآمد ثابت، ریسک بازارهای مالی و هزینه‌های تأمین مالی را افزایش دهد (سیمپاری، یاور، میرزاحانی و پیره، ۱۴۰۲، ص. ۴).

استفاده از قرارداد آتی نرخ بهره در بازارهای سرمایه اسلامی از دو جهت ممنوع است: نخست آنکه دریافت و پرداخت بهره از منظر فقه اسلامی مشمول حکم حرمت

ربا است؛ بنابراین، استفاده از این ابزار در بازارهای سرمایه اسلامی مجاز نیست. دوم آنکه بهره صرفاً یک مفهوم انتزاعی است و مالیت ندارد؛ همانند شاخص بورس. از این رو، انعقاد هرگونه قرارداد بر مبنای آن مجاز شمرده نمی‌شود.

بر این اساس، وجود سازوکاری کارآمد برای پوشش ریسک نرخ بهره - که در بازارهای مالی اسلامی از آن با عنوان ریسک نرخ سود یاد می‌شود - می‌تواند به کاهش هزینه تأمین مالی، ثبات ارزش خالص دارایی‌ها در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر اوراق بهادار با درآمد ثابت و رونق فعالیت‌های بازارگردانی کمک کند. برای تحقق این هدف، لازم است ابزاری طراحی شود که محدودیت‌های فقهی قراردادهای آتی نرخ بهره را نداشته باشد؛ بدین معنا که، نخست، مبتنی بر نرخ بهره ربوی نباشد و دوم، دارایی پایه آن مالیت داشته باشد.

به‌طور خلاصه، مسئله اصلی این پژوهش آن است که: چه ابزار جایگزینی را می‌توان برای مدیریت ریسک نرخ سود، در چارچوب فقه امامیه و بازارهای مالی اسلامی، طراحی و ارائه کرد؟

در این پژوهش، ابتدا در بخش مبانی نظری، ریسک نرخ بهره، شیوه‌های پوشش آن و همچنین اسناد خزانه اسلامی معرفی می‌شود و سپس پیشینه پژوهش مرتبط با طراحی ابزار پوشش ریسک نرخ سود در بازارهای مالی اسلامی بررسی خواهد شد. در ادامه، روش پژوهش شامل به‌کارگیری استدلال فقهی در طراحی مدل و اعتبارسنجی آن از طریق گروه کانونی تبیین می‌شود. سپس ابزار طراحی شده و نتایج حاصل از گروه کانونی، ذیل عنوان «آتی سبد اسناد خزانه اسلامی به‌عنوان ابزار پوشش ریسک نرخ سود»، در محورهای همچون «کاربردهای آتی سبد اسناد خزانه اسلامی در پوشش ریسک نرخ سود و مدیریت پرتفوی»، «دیدگاه‌های موافق و مخالف قرارداد آتی از منظر ملاحظات فقهی»، «الزامات تصحیح قراردادهای آتی»، «بررسی غرر در معاملات آتی سبد اسناد خزانه اسلامی»، «قدرت بر تسلیم مبیع در متون فقهی» و «سازوکار ضابطه‌مند کردن قابلیت تحویل در قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی» تشریح می‌شود. در پایان نیز جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای اجرایی و پژوهشی ارائه خواهد شد.

## ۱. مبانی نظری

### ۱-۱. ریسک نرخ بهره و پوشش آن

بهره در اقتصاد متعارف بیانگر نرخ سود بدون ریسک است؛ هرچند ممکن است اجزای دیگری نیز در آن لحاظ شود (International Accounting Standards Board, 2019). نوسانات نرخ بهره موجب بروز «ریسک قیمت»<sup>۱</sup> می‌شود؛ به گونه‌ای که افزایش نرخ بهره، ارزش اوراق بهادار با درآمد ثابت را کاهش می‌دهد.

تا پیش از دهه ۱۹۷۰ میلادی، پوشش ریسک نرخ بهره عمدتاً از طریق مدیریت دارایی-بدهی<sup>۲</sup> انجام می‌شد و ابزارهای مشتقه به‌ندرت مورد استفاده قرار می‌گرفتند. با این حال، در دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰، ابزارهای مشتقه به‌سرعت توسعه یافتند. در سال ۱۹۸۲ نخستین قرارداد سوآپ نرخ بهره توسط مؤسسه «سلی می»<sup>۳</sup> اجرا شد. این ابزار به‌عنوان سازوکاری کارآمد برای پوشش ریسک نرخ بهره مورد توجه قرار گرفت و به‌سرعت گسترش یافت.

پوشش ریسک نرخ بهره راهبردی بنیادین برای صیانت از ارزش خالص دارایی‌ها و تثبیت جریان‌های نقدی در مواجهه با نوسانات نرخ بهره است. هدف از پوشش ریسک نرخ بهره، انتقال ریسک ناشی از تغییرات نرخ بهره به شخصی است که تمایل و توان بیشتری برای پذیرش آن دارد. این فرایند غالباً از طریق به‌کارگیری مشتقاتی مانند قراردادهای آتی، قراردادهای اختیار معامله و سوآپ‌های نرخ بهره انجام می‌شود.

در بازارهای مالی متعارف، برای پوشش ریسک دارایی‌های متأثر از نرخ بهره - مانند پرتفوی اوراق قرضه، اوراق بازار پول و وام‌های با نرخ بهره متغیر - از قراردادهای آتی نرخ بهره استفاده می‌شود (Hall, 2015, p. 147).

پوشش ریسک از طریق قراردادهای آتی با هدف مصون‌سازی انجام می‌شود. در این چارچوب، سرمایه‌گذاران با اتخاذ موقعیت فروش در قراردادهای آتی اوراق بدهی، تفاوت دیرش سبد دارایی خود را خنثی می‌کنند. این راهبرد سبب می‌شود زیان ناشی از کاهش قیمت اوراق در بازار نقدی - که در اثر افزایش نرخ بهره رخ می‌دهد - از طریق

1. Price Risk
2. Asset-Liability Management (ALM)
3. Sallie Mae

سود حاصل از موقعیت آتی جبران شود و بدین ترتیب ارزش کل سبد در برابر نوسانات نرخ بهره تثبیت گردد (Mishkin, 2018, pp. 258-260).

عوامل مختلفی در تسریع توسعه ابزارهای پوشش ریسک نقش داشته‌اند. افزایش شدید نرخ بهره در سال‌های ۱۹۸۰-۱۹۷۹ از سوی فدرال رزرو، با هدف مقابله با تورم، موجب نوسانات شدید و افزایش نااطمینانی در بازارها شد. همچنین توسعه و نوآوری در ابزارهای مالی، مانند قراردادهای آتی نرخ بهره، اختیار معامله و سوآپ، امکان پوشش ریسک نرخ بهره را به‌سادگی فراهم کرد.

افزون بر این، بحران‌های مالی ۱۹۹۸-۱۹۹۷، ۲۰۰۹-۲۰۰۷ و ۲۰۲۱-۲۰۲۰ نیز اهمیت استفاده از ابزارهای پوشش ریسک نرخ بهره را آشکار ساختند و به گسترش کاربرد این ابزارها انجامیدند.

#### ۲-۱. اسناد خزانه اسلامی

اسناد خزانه اسلامی (اخزا) اوراق بهاداری هستند که دولت به منظور تسویه بدهی‌های خود به طلبکاران غیردولتی منتشر می‌کند. این اوراق معمولاً بدون کوپن میان‌دوره‌ای منتشر شده و به صورت تنزیلی، یعنی با قیمتی کمتر از ارزش اسمی، معامله می‌شوند. مبنای فقهی این اوراق، «بیع دین» است؛ بدین معنا که اوراق به طلبکار دولت تخصیص می‌یابد و وی مخیر است تا سررسید منتظر بماند و ارزش اسمی اوراق را دریافت کند یا در هر زمان، دین مدت‌دار خود را در بازار ثانویه به شخص ثالث واگذار کند.

بازدهی این اوراق، به دلیل برخورداری از ضمانت کامل دولت و اولویت در بازپرداخت نسبت به سایر هزینه‌های دولت، معمولاً از سوی فعالان بازار به‌عنوان معیار نرخ بازده بدون ریسک در بازار سرمایه ایران در نظر گرفته می‌شود.

پیشینه طراحی این اوراق در بازار سرمایه ایران به پژوهش موسویان، نظرپور و خزائی (۱۳۸۹) با عنوان «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی» بازمی‌گردد. در این پژوهش بیان شده است که چنانچه دیون دولت به بانک‌ها، شرکت‌ها و مؤسسات خصوصی و عمومی ناشی از خرید کالاها و خدمات واقعی باشد،

خرید و فروش این دیون بر اساس دیدگاه اکثر مذاهب اسلامی و قوانین ایران مجاز است و می‌توان بر مبنای آن‌ها اسناد خزانه اسلامی منتشر کرد.

این ایده در پژوهش خادم‌الحسینی اردکانی و موسویان (۱۳۹۱) با عنوان «مهندسی اسناد خزانه اسلامی» تکمیل شد. همچنین کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، اصل ساختار انتشار اسناد خزانه اسلامی را در سال ۱۳۹۰ تأیید کرد و نخستین اسناد خزانه اسلامی در بازار سرمایه ایران در اسفند ۱۳۹۳ منتشر شد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱، صص. ۱۸۹-۱۹۶).

بیان شد که بهره در اقتصاد متعارف نمایانگر نرخ بدون ریسک است. از آنجا که می‌توان نرخ بازده اسناد خزانه اسلامی را به‌عنوان نرخ بدون ریسک در اقتصاد ایران در نظر گرفت، قرارداد آتی نرخ سبدی از اسناد خزانه اسلامی معامله شده در بازار سرمایه ایران می‌تواند تا حد زیادی کارکردی مشابه قرارداد آتی نرخ بهره در اقتصادهای متعارف داشته باشد. از این رو، نهادهای مالی می‌توانند به‌منظور پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در بازار سرمایه ایران، از قرارداد آتی مبتنی بر سبدی از اسناد خزانه اسلامی استفاده کنند.

## ۲. پیشینه تحقیق

تاکنون ابزار جایگزینی که دقیقاً معادل قرارداد آتی نرخ بهره باشد، از سوی پژوهشگران مالی اسلامی - اعم از مبتنی بر فقه امامیه و غیرامامیه - ارائه نشده است. دلیل این امر، نخست حرمت معامله نرخ بهره نزد همه فقهای اسلامی و دوم احتیاط شدید فقهای غیرامامیه در قبال قراردادهای آتی است؛ احتیاطی که گاه از حد احتیاط فراتر رفته و به حرمت تعبیر شده است.

الشمی<sup>۴</sup> (۲۰۲۶م) نیز الگوی جدیدتری برای انطباق فقهی سوآپ نرخ سود با استفاده از ترکیب مباحه و وکالت ارائه کرد.

انجمن بین‌المللی سوآپ‌ها و مشتقات<sup>۵</sup> و بازار مالی اسلامی بین‌المللی<sup>۶</sup> (۲۰۱۲م) نیز به‌منظور مدیریت ریسک نرخ سود در بازارهای اسلامی، «سوآپ نرخ سود اسلامی»<sup>۷</sup> را

4. ElShemy

5. International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

6. International Islamic Financial Market (IIFM)

7. Islamic Profit Rate Swap (IPRS)

بر پایه مباحثه کالایی و وعد طراحی کردند. ابزار دیگر، سوآپ نرخ سود مبتنی بر وعد است که توسط بانک نگارا مالزی توسعه یافته و نوعی سوآپ نرخ سود اسلامی محسوب می‌شود. این ابزار بر پایه تعهد یک‌طرفه (وعد) برای ورود به معامله در آینده طراحی شده است.<sup>۸</sup>

ویلسون<sup>۹</sup> (۲۰۰۷م) بیان می‌کند که صنعت مالی اسلامی برای دستیابی به اهداف مدیریت ریسک، به سمت طراحی ساختارهای مبتنی بر ترکیب چند قرارداد حرکت کرده است. آنچه در عمل مشاهده می‌شود، طراحی تدریجی قراردادهای مباحه موازی توسط بانک‌های اسلامی است. در این ساختار، از دو قرارداد مباحه موازی استفاده می‌شود که کارکردی مشابه سوآپ ایجاد می‌کند.

معصومی‌نیا و الهی (۱۳۹۲) با توجه به ماهیت قراردادهای اسلامی و با الگوبرداری از سوآپ نرخ بهره، امکان‌سنجی فقهی طراحی سوآپ نرخ سود را بررسی کرده‌اند. آنان بیان می‌کنند که سوآپ نرخ سود ثابت در برابر نرخ سود متغیر و سوآپ نرخ سود متغیر در برابر نرخ سود متغیر، دو نوع اصلی سوآپ نرخ سود هستند. با این حال، سوآپ نرخ سود پیشنهادی به دلیل مجهول بودن عوضین رد شد و برای طراحی سوآپ نرخ سود، از بیع‌الخیار استفاده شد.

به‌طور مشخص، راه‌حل ارائه‌شده در پژوهش حاضر - یعنی استفاده از قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی برای مدیریت ریسک نرخ سود در بازارهای مالی اسلامی در چارچوب فقه امامیه - نوآوری اصلی این پژوهش محسوب می‌شود. شایان ذکر است که قرارداد آتی سبد سهام، الهام‌بخش طراحی قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی بوده است. محمدی، نجارزاده، موسویان و صالح‌آبادی (۱۳۹۵) چارچوب فقهی انعقاد قرارداد آتی بر سبد سهام را به‌منظور دستیابی به کارکرد قرارداد آتی شاخص ارائه کردند. قرارداد آتی سبد سهام نیز در یکصد و هشتمین جلسه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید.

8. <https://islamicbankers.center/islamic-banking-islamic-contracts/in-focus-islamic-profit-rate-swap>

9. Wilson

#### ۴. روش تحقیق

این پژوهش با رویکرد کیفی و با استفاده از روش گروه کانونی انجام شد. همچنین برای طراحی مدل در چارچوب فقه امامیه، از شیوه استدلال فقهی استفاده شده است که جزئیات آن در بخش‌های ۲.۵ تا ۵.۵ ارائه می‌شود.

نویسندگان، مدل پیشنهادی خود را طی چهار جلسه دوساعته با محوریت بررسی ابعاد کارکردی (اقتصادی، مالی و اجرایی) و ابعاد فقهی، با حضور خبرگان مرتبط (در مجموع ۱۲ خبره) ارائه کردند. این جلسات در ساختمان‌های سازمان بورس و اوراق بهادار در شهرهای تهران و قم - حسب مورد و با حضور خبرگان مرتبط - برگزار شد. شرکت‌کنندگان به روش نمونه‌گیری هدفمند، مطابق توضیحی که در ادامه خواهد آمد، انتخاب شدند. جلسه‌ها توسط یک تسهیل‌گر آموزش‌دیده و مسلط بر مباحث مالی اسلامی هدایت شد. خبرگان گروه کانونی، مدل پیشنهادی را از نظر اقتصادی، مالی و عملیاتی بررسی کرده و ضمن افزودن برخی شروط، آن را در چارچوب فقه امامیه صحیح ارزیابی کردند.

گروه کانونی<sup>۱۰</sup> روشی شناخته‌شده در پژوهش‌های کیفی است که با ایجاد تعامل میان خبرگان، داده‌هایی غنی بر پایه نگرش جمعی تولید می‌کند. این روش، به‌ویژه زمانی مفید است که پژوهشگر بخواهد دریابد خبرگان چگونه مفاهیم را در بستر ملی تفسیر می‌کنند و چه اصلاحاتی را پیشنهاد می‌دهند. همچنین، این روش به پژوهشگر امکان می‌دهد اشتراک‌ها و تفاوت‌های میان خبرگان را از نظر تجربه‌ها، دیدگاه‌ها و جهان‌بینی‌های آنان شناسایی و تبیین کند (Krueger, 2014).

در این روش، گروه کوچکی از افراد با ویژگی‌های مشترک (مانند حرفه یا تجربه مرتبط) گرد هم می‌آیند تا تحت هدایت یک تسهیل‌گر، پیرامون موضوعی خاص بحث کنند. هدف اصلی، بهره‌برداری از پویایی گروهی برای تولید داده‌هایی است که در مصاحبه‌های فردی آشکار نمی‌شود؛ زیرا تعامل میان خبرگان می‌تواند ایده‌های نو، تضادها و توافقات را برجسته سازد (Nyumba, Wilson, Derrick & Mukherjee, 2018). مراحل اجرای گروه کانونی شامل موارد زیر است: تعریف پرسش‌های پژوهش (چه ابزار

جایگزینی می‌توان برای مدیریت ریسک نرخ سود در بازارهای مالی اسلامی - اعم از بازار سرمایه و بانکداری اسلامی - در چارچوب فقه امامیه ارائه داد؟)، انتخاب خبرگان (جداول ۱ و ۲)، اجرا و تحلیل نتایج (Krueger, 2014; Nyumba, Wilson, ) (Derrick & Mukherjee, 2018).

معیار انتخاب خبرگان در این پژوهش به‌گونه‌ای تنظیم شده است که تخصص‌های مالی، مدیریت ریسک، مالی اسلامی و فقه معاملات پوشش داده شود. بدین منظور، گروهی مشتمل بر ۶ مجتهد فقهی (متخصص در فقه معاملات و آشنا به مباحث اقتصادی)، ۲ متخصص مالی اسلامی و ۴ متخصص اقتصادی، مالی و مدیریت ریسک (در مجموع ۱۲ خبره)، ابعاد فقهی، مالی و اجرایی این ابزار را طی جلساتی به مدت پنج ساعت بررسی و جمع‌بندی کردند. موضوع مورد بررسی، ابعاد مالی، اجرایی و فقهی ابزار طراحی شده بود و شیوه جمع‌بندی در این جلسه‌ها، مبتنی بر بحث و استدلال است. در نهایت، تمامی خبرگان، ابزار طراحی شده را تأیید کردند. خبرگان گروه کانونی شامل اعضای کمیته تخصصی فقهی و کارگروه تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، و نیز پژوهشگران حوزه مالی اسلامی هستند. مشخصات اعضای گروه در جداول ۱ و ۲ ارائه شده است.

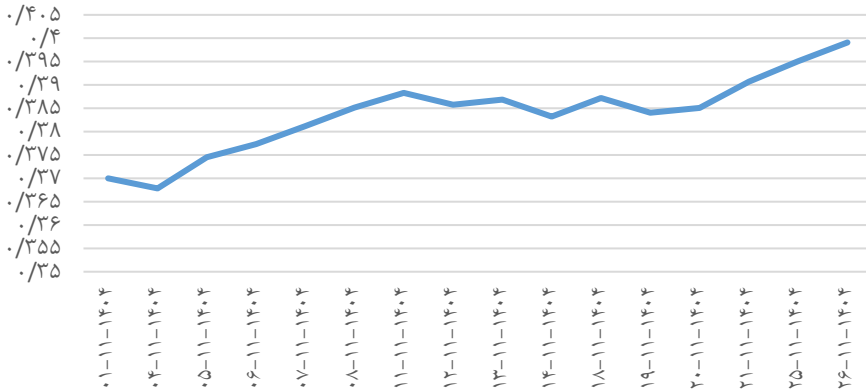
جدول (۱): تخصص خبرگان گروه کانونی

ردیف	خبرگان گروه کانونی	تعداد
۱	مجتهد فقهی و آشنا با مباحث اقتصادی	۶
۲	متخصص مالی اسلامی	۲
۳	متخصصین اقتصادی، مالی و مدیریت ریسک	۴
	جمع	۱۲

جدول (۲): تحصیلات و سابقه مرتبط خبرگان گروه کانونی

ردیف	تحصیلات	تعداد	ردیف	سابقه مرتبط	تعداد
۱	کارشناسی ارشد	۱	۱	کمتر از ۱۰ سال	۴
۲	دانشجو / کاندیدای دکتری تخصصی	۵	۲	۱۰ تا ۱۵ سال	۳
۳	دکتری	۶	۳	بیشتر از ۱۵ سال	۵
	جمع	۱۲		جمع	۱۲

### ۵. قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی به عنوان ابزار پوشش ریسک نرخ سود



نمودار (۱): میانگین نرخ اسناد خزانه اسلامی

منبع: (srd.seo.ir)

نویسندگان در این پژوهش، ایده قرارداد آتی مبتنی بر «سبد اسناد خزانه اسلامی» را به عنوان ابزاری برای پوشش ریسک نرخ سود در نهادهای مالی اسلامی فعال در بازار سرمایه ایران ارائه می‌کنند. ریسک ناشی از عملیات تسهیلات‌دهی و جذب سپرده در بانک‌های تجاری، ریسک نرخ سود در پذیره‌نویسی اوراق با درآمد ثابت و ریسک نرخ سود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، از جمله ریسک‌هایی هستند که با استفاده از قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی قابل پوشش‌اند.

در قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی، طرفین متعهد می‌شوند در سررسیدی معین (مثلاً یک سال آینده)، سبدی مشخص از اسناد خزانه اسلامی را به قیمتی که در زمان انعقاد قرارداد تعیین شده است، معامله کنند. ویژگی‌های سبد اسناد خزانه اسلامی موضوع این قرارداد به شرح زیر است:

(۱) در این سبد، اسناد خزانه اسلامی متفاوتی وجود دارد که تا سررسید آن‌ها، مدت‌زمان‌های متفاوتی باقی مانده است.

(۲) سررسید هر یک از اسناد خزانه اسلامی موجود در سبد، باید حداقل به مدت معینی (برای مثال سه ماه) پس از سررسید قرارداد آتی باشد.

- ۳) ترکیب سبد، در زمان انعقاد قرارداد آتی، برای طرفین مشخص است.
- ۴) قیمت پرداختی برای این سبد اسناد، در زمان انعقاد قرارداد، برای طرفین مشخص است.
- ۵) اسناد موجود در سبد به گونه‌ای انتخاب می‌شوند که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل آن‌ها وجود داشته باشد.
- ۶) چنانچه در سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی بخشی از اجزای سبد وجود نداشته باشد، با رعایت ترتیب اولویت، یکی از دو حالت زیر قابل اعمال است:
  - با ضریب تبدیل معین، اسناد خزانه اسلامی معین دیگری جایگزین شود.
  - بر اساس مبنای محاسباتی‌ای که از ابتدا برای طرفین مشخص است، قیمت آن بخش محاسبه و به صورت نقدی تسویه شود.

به نظر می‌رسد با توجه به کاربردهای مذکور در صنعت بانکی و بازار سرمایه، سبد اسناد خزانه اسلامی (اخزا) ابزاری پرمعامله باشد. همچنین، به دلیل حجم بالای وام‌ها و تسهیلات، سپرده‌های بانکی و اوراق با درآمد ثابت موجود در بازار سرمایه ایران، بازار سبد اخزا می‌تواند از عمق نسبی قابل‌قبولی برخوردار باشد. اهمیت نرخ سود برای مشارکت‌کنندگان و ریسک سیستماتیک ناشی از نبود ابزار پوشش ریسک نرخ سود، بیانگر اهمیت قرارداد آتی سبد اخزا برای بازار پول و سرمایه است.

#### ۵-۱. کاربردهای آتی سبد اسناد خزانه اسلامی (اخزا) در پوشش ریسک نرخ سود و مدیریت پرتفو

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

- ۱) پوشش ریسک نرخ سود؛
- ۲) کسب سود از تغییرات نرخ سود در بازارهای مالی.

نبود ابزار پوشش ریسک تغییرات نرخ سود، یکی از موانع توسعه و تعمیق بازار اوراق مالی اسلامی به‌شمار می‌رود. عمده بازیگران قراردادهای آتی اوراق با درآمد ثابت در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه عبارت‌اند از: بازارگردان‌ها، متعهدان پذیره‌نویسی، بانک‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

ریسک نرخ سود ناشی از عملیات تسهیلات‌دهی و جذب سپرده در بانک‌های تجاری، ریسک نرخ سود در پذیره‌نویسی اوراق با درآمد ثابت و ریسک نرخ سود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، از جمله ریسک‌هایی هستند که با استفاده از قرارداد آتی سبد اخزا قابل پوشش‌اند.

اهمیت نرخ سود برای مشارکت‌کنندگان و ریسک سیستماتیک ناشی از نبود ابزار پوشش ریسک نرخ سود، بیانگر اهمیت و ضرورت وجود این ابزار برای بازار پول و سرمایه است.

در این راستا، می‌توان حوزه‌هایی از نظام مالی اسلامی ایران (بانک‌های اسلامی و بازار سرمایه اسلامی) را که از پوشش ریسک نوسانات نرخ سود منتفع می‌شوند، به شرح زیر برشمرد:

۱) مدیریت ریسک در کسب‌وکار بانک‌های اسلامی ایران: مدل کسب‌وکار بانک‌های تجاری در حوزه سپرده‌ها را می‌توان به‌صورت ساده چنین بیان کرد: بانک‌ها با دریافت سپرده و اعطای تسهیلات منتفع می‌شوند. نرخ سودی که بانک‌ها از محل اعطای تسهیلات دریافت می‌کنند، بیش از نرخ سودی است که به سپرده‌ها پرداخت می‌کنند.

در صورت تغییر نرخ سود سپرده‌ها (که در کشور ما به‌صورت دستوری تعیین می‌شود)، امکان تغییر در نرخ سود تسهیلات وجود ندارد (مگر با مجوز نهاد تنظیم‌گر و به‌صورت دستوری). در مقابل، سپرده‌گذاران می‌توانند سپرده‌های خود را مطالبه کنند و بانک برای حفظ و جذب سپرده‌ها ناگزیر به پرداخت نرخ سود جدید - معمولاً با نرخ بالاتر از گذشته - خواهد بود.

در صورت افزایش نرخ سود سپرده‌ها، بانک برای تأمین وجوه و حفظ کفایت سرمایه، باید سود بیشتری برای نگهداشت سپرده‌های موجود و جذب سپرده‌های

جدید پرداخت کند. این وضعیت می تواند موجب زیان بانک و به خطر افتادن کفایت سرمایه آن شود.

بانک با اتخاذ موقعیت فروش در قرارداد آتی سبد اخزا، به میزان شکاف دیرش میان تسهیلات و سپرده‌ها، می تواند این ریسک را پوشش دهد. در این حالت، افزایش نرخ سود موجب کاهش ارزش سبد اخزا می شود و دارنده موقعیت فروش، سبد را با قیمت پایین تر تهیه و با قیمتی که پیش تر در قرارداد آتی تعیین شده است، به دارنده موقعیت خرید تحویل می دهد. بنابراین، موقعیت فروش سودآور خواهد بود و این سود می تواند زیان ناشی از افزایش نرخ سود سپرده‌ها را جبران کند.

پوشش ریسک تغییرات نرخ سود موجب کاهش ریسک عملیات بانکی می شود و به نظر می رسد در جهت کاهش هزینه تأمین مالی نیز مؤثر باشد. افزون بر این، ریسک سیستماتیک ناشی از زیان‌های شبکه بانکی بر اثر تغییرات نرخ سود بانکی و بین بانکی کاهش می یابد.

(۲) مدیریت ریسک متعهدان پذیرهنویسی و بازارگردان‌ها در بازار سرمایه اسلامی: متعهدان پذیرهنویسی می توانند با اتخاذ موقعیت در قرارداد آتی سبد اخزا، به میزانی که شکاف دیرش تعهداتشان خنثی شود، ریسک خود را پوشش دهند.

ریسک بازارگردان‌ها نیز از طریق اتخاذ موقعیت معکوس نسبت به معاملات نقدی در بازار آتی سبد اخزا پوشش داده می شود. برای مثال، هنگامی که بازارگردان اوراقی را می فروشد، در صورت کاهش نرخ سود، قیمت آن اوراق افزایش می یابد و بازارگردان ناچار است اوراق فروخته شده را با قیمت بالاتر جایگزین کند. اگر بازارگردان هم‌زمان با فروش اوراق، در آتی سبد اخزا موقعیت خرید اتخاذ کند، با کاهش نرخ سود، ارزش سبد اخزا افزایش یافته و موقعیت خرید سودآور می شود؛ این سود می تواند زیان ناشی از خرید اوراق با قیمت بالاتر را جبران کند.

از سوی دیگر، افزایش نرخ سود موجب کاهش قیمت اوراق می شود و پذیرهنویسی که با قیمت معین متعهد به خرید اوراق شده است، متحمل زیان خواهد شد. در این حالت، پذیرهنویس می تواند با اتخاذ موقعیت فروش در سبد اخزا، ریسک خود را پوشش دهد؛ زیرا سود حاصل از موقعیت فروش در آتی سبد اخزا - که بر

اثر افزایش نرخ سود ایجاد شده است - زیان ناشی از تعهد خرید اوراق با قیمت بالاتر را جبران می‌کند.

مدیریت ریسک پذیره‌نویسی موجب کاهش ریسک عملیات پذیره‌نویسی و تسهیل تأمین مالی از طریق اوراق با درآمد ثابت خواهد شد. بازارگردان‌ها نیز با استفاده از آتی سبد اخزا می‌توانند موقعیت‌های خود را پوشش داده و از ریسک نوسانات بازار اجتناب کنند. بدین ترتیب، ریسک و در پی آن هزینه‌های بازارگردانی کاهش یافته و زمینه توسعه این فعالیت فراهم می‌شود.

(۳) مدیریت ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت: با افزایش نرخ سود و در نتیجه کاهش قیمت اوراق، خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت کاهش می‌یابد. در چنین شرایطی، اگر صندوق‌ها برای پرداخت سود به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ناچار به فروش بخشی از دارایی‌های خود با قیمت‌های کاهش یافته شوند، متحمل زیان شده و ارزش واحدهای سرمایه‌گذاری نیز کاهش می‌یابد؛ در نتیجه سرمایه‌گذاران متضرر می‌شوند. اگرچه افزایش نرخ سود در بلندمدت می‌تواند موجب افزایش بازدهی آتی صندوق شود، اما در کوتاه‌مدت به دلیل ابطال واحدها و فروش دارایی‌ها با قیمت پایین‌تر، بخشی از سودآوری صندوق کاهش می‌یابد.

در مقابل، با کاهش نرخ سود، NAV صندوق افزایش می‌یابد، اما بازدهی آتی آن کاهش خواهد یافت؛ این امر می‌تواند توان صندوق در پرداخت سود در دوره‌های آینده را محدود کند.<sup>۱۱</sup>

در مجموع، نوسانات نرخ سود موجب نوسان در بازدهی و افزایش ریسک این صندوق‌ها می‌شود. این نوسانات با سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها - که عمدتاً ریسک‌گریز هستند - در تعارض است و می‌تواند جذابیت این صندوق‌ها

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

را برای مشتریان اصلی آن‌ها کاهش دهد. قرارداد آتی سبد اخزا می‌تواند برای هموارسازی بازدهی و تثبیت نسبی NAV این صندوق‌ها مورد استفاده قرار گیرد. (۴) تغییر ترکیب پرتفو با استفاده از آتی سبد اخزا: با استفاده از قراردادهای آتی شاخص سهام و آتی سبد اخزا می‌توان ترکیب پرتفوی متشکل از سهام و اوراق با درآمد ثابت را تعدیل کرد. استفاده از آتی شاخص به‌جای معامله مستقیم دارایی پایه برای تغییر ترکیب پرتفو، موجب کاهش هزینه‌های معاملاتی و تسهیل فرایند تعدیل پرتفو می‌شود. افزون بر این، امکان افزایش اهرم پرتفو نیز فراهم می‌شود. این تعدیل از طریق تغییر دیرش اوراق با درآمد ثابت و تغییر بتای سهام موجود در پرتفو، با استفاده از آتی سبد اخزا و آتی شاخص سهام، انجام می‌گیرد. استفاده از آتی شاخص موجب تغییر در بتای پرتفو (حساسیت بازده پرتفو نسبت به بازده شاخص بورس) و استفاده از آتی سبد اخزا موجب تغییر در دیرش پرتفو (حساسیت ارزش پرتفو نسبت به تغییر نرخ سود) می‌شود. از این طریق می‌توان ریسک سرمایه‌گذاری را به‌صورت فعال مدیریت کرد.

#### ۵-۲. نظرات موافقان و مخالفان قرارداد آتی از منظر ملاحظات فقهی

در خصوص قراردادهای آتی از منظر شرعی، دیدگاه‌های متفاوتی در جهان وجود دارد. از یک سو، دیدگاهی این قراردادها را از نظر شرعی معتبر نمی‌داند و آن‌ها را مشمول ممنوعیت‌های ربا، غرر، میسر (قمار) و اهداف سفته‌بازانه تلقی می‌کند. بنابر این دیدگاه، استفاده از قراردادهای آتی برای پوشش ریسک از سوی مسلمانان شرعاً جایز نیست. از سوی دیگر، در دیدگاهی متفاوت، قراردادهای آتی به دلیل اهمیت و جایگاهی که در مدیریت ریسک دارند و نیز به سبب شباهت آن‌ها به برخی قراردادهای اسلامی، معتبر و مشروع دانسته شده‌اند.

در این بخش، ادله موافقان و مخالفان قرارداد آتی از منظر ملاحظات فقهی با یکدیگر مقایسه می‌شود. استدلال‌های دو گروه در جدول ۳ - که با اقتباس از تجمیع نظریاتی که دکتر ایهاب اینجادت در مقاله خود بیان کرده است تنظیم شده - مرور می‌شوند.

**جدول (۳): نظرات مخالفین و موافقین قراردادهای آتی در خارج از ایران از منظر شریعت**

معیار	ملاحظات مخالفین	ملاحظات موافقین
ریسک و غرر	قرارداد آتی مستلزم درجه بالایی از ریسک و غرر است.	---
مصدق بیع قبل از قبض	قرارداد آتی فروش کالا قبل از قبض است و این باعث غرری شدن معامله می‌شود. در قرارداد آتی، فروش قبل از قبض اتفاق می‌افتد و این حاکی از عدم تملک واقعی است.	برای بیع قبل از قبض، برخی از علمای مسلمان در مورد اقلام دیگر نظرات متفاوتی دارند و قبض را برای غیر خوراکی‌ها لازم نمی‌دانند. فروش غیر خوراکی‌ها، املاک و اقلام غیر موزون قبل از در اختیار گرفتن صحیح است. بیع کالا یا اوراق مالی قبل از قبض، حرمت صریح دارد، بدلیل وجود ربا و غرر؛ اما اگر ربا و غرر نباشد، مانند عقد سلف، جایز می‌شود؛ ولی بهتر است کالاهای (اوراق مالی) قبل از فروش، قبض شوند. خوراکی‌ها باید قبل از فروش قبض شوند، اما اگر خوراکی از نوع نگهداری شده باشد (مانند کنسروها)، می‌توان آن را قبل از قبض فروخت.
مصدق بیع ما لم یملک	قرارداد آتی، فروش ما لم یملک (چیزی که مالک آن نیستید) است و این غرر، قمار و میسر است.	علت ممنوعیت بیع ما لم یملک و بیع قبل از قبض، غرر به دلیل عدم توانایی یا عدم تسلیم دارایی پایه توسط فروشنده است. در صورت اطمینان از تسلیم، دیگر وجود یا تصرف موضوعیت ندارد و مسئله مطرح نیست. آنچه ممنوع است عدم توانایی در تحویل است. حدیثی که از «بیع ما لم یملک» نهی می‌کند، فقط در مورد بیع اشیاء معین است، نه در مورد کالاهای مثلی؛ و قراردادهای آتی معمولاً بر کالاهای مثلی انجام می‌شود.

معیار	ملاحظات مخالفین	ملاحظات موافقین
مصدق بیع کالی بالکالی	قرارداد آتی به دلیل زمان‌دار (معوق) (مؤجل) بودن پرداخت بهای معامله و کالا (ثمن و مئمن)، بیع کالی به کالی است.	برخی از کارشناسان مالی اسلامی، تعویق انداختن پرداخت ثمن و کالای پایه را می‌پذیرند. تعویق ثمن و موضوع معامله در بازارهای آتی فقط برای کالاها پذیرفته می‌شود، در حالی که برای اوراق مالی غیرمجاز است. حدیث بیع کالی به کالی ضعیف است و نمی‌توان از آن حرمت را استنباط کرد. برخی از قراردادهایی که متضمن تعویق ثمن و مئمن است، پذیرفته شده‌اند؛ مانند قراردادهای عرضه و استصناع. آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی (۱۹۹۲م) عقد استصناع را صحیح می‌داند و می‌توان از آن برای به تعویق انداختن پرداخت ثمن استفاده کرد. علاوه بر این، برخی دیگر استصناع را بدهی بیع دین دانسته اما از شمول ممنوعیت آن خارج دانسته‌اند.
مصدق بیع الدین بالدین	قرارداد آتی بیع دین بالدین است.	حدیث نهی بیع دین به دین ضعیف است و از این رو، نمی‌تواند مبنایی برای حرمت آن در شریعت باشد.
لزوم تسلیم مبیع	تسلیم (تحویل) دارایی پایه الزامی است و اگر فروشنده نتواند آن را تحویل دهد، معامله مستلزم غرر، قمار و ریسک است.	---
عدم وجود منفعت عقلایی	قرارداد آتی منفعت عقلایی ندارد و موجب تعارض بین طرفین، غرر و ریسک بیش از حد می‌شود.	---

ملاحظات مخالفین	ملاحظات موافقین	معیار
<p>در برخی از سطوح نیاز به فعالیت‌های سفته‌بازارانه به‌منظور تقویت بازار وجود دارد؛ حتی اگر بسیاری از فقهای مسلمان، سفته‌بازی را منع کنند. برخی کارشناسان مالی و اقتصادی بر این باورند که سفته‌بازی بازتاب خوبی در تخصیص منابع، کاهش نوسانات قیمت در بازارها، برقراری تعادل بین عرضه و تقاضا و به حداقل رساندن اشیاع و کمبودهای دوره‌ای دارد و این در بازار، کارایی ایجاد می‌کند.</p>	<p>قراردادهای آتی با هدف قمار و سفته‌بازی استفاده می‌شوند.</p>	<p>وجود اهداف نامشروع</p>
<p>---</p>	<p>بسیاری از آتی‌ها اصلاً قرار نیست از طریق تحویل، تسویه شوند یا قبض شوند یا هر نوع ملکیت واقعی دیگر؛ بنابراین قرارداد واقعی نیستند و صوری هستند. تنها ۲.۷ درصد از معاملات مشتقه با تحویل نهایی کالا به پایان می‌رسد و ۹۷.۳ درصد تسویه نقدی می‌شوند</p>	<p>قصد تسلیم مبیع</p>
<p>---</p>	<p>آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی (۱۹۹۲م) و آکادمی فقه اسلامی لیگ جهانی مسلمانان (۱۹۸۴م) اعلام کردند قرارداد آتی حرام است؛ زیرا هدف نهایی از آن صرفاً پرداخت و دریافت اختلاف قیمت بین فروشنده و خریدار است و قمار محسوب می‌شود.</p>	<p>دیدگاه مراجع بین‌المللی</p>

ملاحظات مخالفین	ملاحظات موافقین	معیار
<p>تسویه معامله از طریق اتخاذ موقعیت معکوس از آنجایی که باعث ضرورت تحمل هزینه به مشتری می‌شود، صحیح نیست. در عوض، این نادرست است که فرض کنیم همه افراد در زنجیره فروش سود می‌برند درحالی‌که در واقع، افراد هم می‌توانند سود ببرند و هم ممکن است ضرر کنند؛ و همچنین ممکن است برخی افراد قبل از تحویل در همان نقطه، موقعیت معکوس بگیرند.</p> <p>موقعیت معکوس گرفتن باید مبتنی بر اباحه باشد، به این معنا که در معامله معکوس نباید هیچ تخلفی از احکام اسلامی شود تا حلال تلقی شود. قراردادهای آتی منطبق با بیع الصفه (بیع بوصف) است که در آن بیع کالایی که در زمان عقد وجود ندارد به خوبی توصیف شده و قرار است در تاریخی در آینده تحویل شود و بدین ترتیب بیع مورد قبول علمای حنفی، مالکی و حنبلی واقع می‌شود. دیگر مکاتب فقه اسلامی، قراردادهای آتی را مانند بیع سلف و استصناع می‌دانند که مورد قبول است.</p>	<p>امکان گرفتن تعهد معکوس در بازارهای آتی محل اشکال است؛ زیرا در قرارداد سلف، فروش دارایی پایه قبل از قبض آن ممنوع است. مخصوصاً با توجه به اینکه با فروش‌های مکرر دارایی پایه، هر بار یک سود اضافه به مشتریان بعدی تحمیل می‌شود، بدون اینکه دارایی پایه در اختیار (قبض) هیچ کدام قرار گرفته باشد.</p>	<p>اشکال موقعیت معاملاتی معکوس</p>
<p>قرارداد آتی اگر در چارچوب اصول کلی اسلامی باشند، ربوی، قماری و دارای غرر فاحش نباشد، مجاز است.</p> <p>قرارداد آتی در صورتی که بر اساس موازین اسلامی تعدیل شوند، مجاز هستند؛ مخصوصاً اینکه این قراردادها خطرات را مجدداً تخصیص می‌دهند و اطلاعاتی را در مورد روند آتی قیمت‌ها در بازار نقدی جمع‌آوری و توزیع می‌کنند تا ثبات قیمت در آینده حاصل شود.</p>	<p>---</p>	<p>امکان تصحیح آن بر مبنای ضوابط کلی معاملات</p>

ملاحظات مخالفین	ملاحظات موافقین	معیار
معامله آتی در اسلام بر اساس «ضرورت» و «حاجت» پذیرفته شده است. بر اساس نظر شورای مشورتی شریعت کمیسیون اوراق بهادار مالزی در مورد معامله آتی کالاها، تا زمانی که دارایی پایه ممنوع نباشد، قرارداد آتی صحیح است.	---	ضرورت و حاجت

منبع: (Ehab Injadat, 2014)

### ۳-۵. الزامات تصحیح قراردادهای آتی

برای اجرایی شدن قرارداد آتی در بازارهای مالی اسلامی، پژوهشگران در چارچوب فقه غیرامامیه (اهل سنت)، رعایت موارد زیر را مطرح کرده‌اند:

- ۱) در این قراردادها نباید عناصر ممنوعه‌ای مانند ربا، غرر و قمار (میسر) وجود داشته باشد.
- ۲) برای جلوگیری از قمار، سفته‌بازی و دست‌کاری، قراردادهای آتی باید به شدت تحت تنظیم‌گری و کنترل قرار گیرند.
- ۳) هدف از انعقاد قرارداد باید خرید و فروش واقعی مبتنی بر فعالیت اقتصادی باشد. همچنین، همه معاملات باید بر مبنای تحویل انجام شوند، نه بر پایه تسویه نقدی و صرفاً با هدف پوشش ریسک.
- ۴) انعقاد قراردادهای آتی و سلف در مواردی که دارایی پایه پیش از انعقاد قرارداد در مالکیت و قبض طرف معامله نباشد، یا موضوع معامله جنبه غیرواقعی یا موهومی داشته باشد، قابل قبول نیست.
- ۵) قراردادهای آتی نباید بر دارایی‌های ارزی منعقد شوند؛ زیرا این امر می‌تواند زمینه‌ساز ربا باشد. این دسته از کالاهای ربوی فقط باید در بازار نقدی معامله شوند.
- ۶) قراردادهای آتی فقط باید بر محصولات حلال یا دارایی‌هایی منعقد شوند که در شریعت اسلام پذیرفته شده‌اند.

۷) در این قراردادها نباید هر دو قلم معامله (عوضین) مؤجل باشند. همچنین، باید امکان تسویه معامله از طریق اتخاذ موقعیت معکوس پیش از سررسید مجاز باشد.

۸) برای تضمین حقوق طرفین، کاهش غرر ناشی از ریسک طرف مقابل و اطمینان از تحویل دارایی پایه، باید اتاق پایاپای (تسویه) در تمام معاملات پیش‌بینی شود (Ehab Injadat, 2014).

در چارچوب فقه امامیه، معصومی‌نیا (۱۳۹۷) <sup>۱۲</sup> قرارداد آتی را مصداق بیع نسبه به نسبه می‌داند و پس از نقد فقهی بطلان این نوع بیع به صورت تفصیلی، بیان می‌کند که در عصر حاضر، بیشتر فقیهان به بطلان بیع نسبه به نسبه حکم داده‌اند (معصومی‌نیا، ۱۳۹۷، ص. ۲۳۷). از این رو، وی برای تصحیح قرارداد آتی، راهکار صلح را پیشنهاد می‌کند (معصومی‌نیا، ۱۳۹۷، ص. ۲۴۸-۲۵۰).

۱) انحراف از فلسفه ابداع این قراردادها؛

۲) قمار؛

۳) احتکار؛

۴) اکل مال به باطل؛

۵) مصداق «لا تبع ما لیس عندک»؛

۶) غرر؛

۷) بیع عربون (معصومی‌نیا، ۱۳۹۷، صص. ۲۳۷-۲۴۷).

#### ۴-۵. بررسی غرر در معاملات آتی سبب اسناد خزانه اسلامی

از منظر فقه امامیه، درباره غرر چند نکته لازم به ذکر است:

- اولاً برخی از فقیهان، ممنوعیت غرر را فقط در بیع جاری می‌دانند و به روایت «نهی النبی عن بیع الغرر» استناد می‌کنند (عاملی، ۱۴۰۹ق، ج. ۱۷، ص. ۴۴۸). در مقابل،

۱۲. از مهم‌ترین تحقیقاتی که در خصوص بررسی ابزارهای مشتقته از منظر فقه امامیه و به زبان فارسی نگارش شده است.

برخی دیگر غرر را مختص بیع نمی‌دانند و حکم آن را در همه ابواب معاملات جاری می‌شمارند (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج. ۳، ص. ۶۹).

به بیان دیگر، اگر از روایت «نهی النبی عن بیع الغرر» علت غرر استفاده شود، می‌توان با تنقیح مناط، حکم غرر را به سایر عقود نیز تعمیم داد. با توجه به این‌که علت نهی، غرری بودن معامله است و حکم نیز دائرمدار علت است، هر جا غرر محقق شود، حکم آن نیز جاری خواهد بود؛ مگر آن‌که دلیلی بر جواز آن معامله غرری وجود داشته باشد؛ مانند صلح بر مجهول (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج. ۲، ص. ۳۱۲).

بنابراین، می‌توان از لفظ «بیع» در این روایت الغای خصوصیت کرد و گفت که ذکر بیع در این روایت، از باب مثال است؛ از این‌رو، غرر در سایر معاملات و قراردادها نیز جاری می‌شود (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج. ۵، ص. ۲۹۸).

- ثانیاً، معیار تشخیص غرر، عرف است؛ یعنی در تشخیص غرر نباید دقت‌های عقلی ملاک قرار گیرد؛ زیرا ممکن است معامله‌ای یافت نشود که از تمام جهات، اطلاعات کامل درباره آن وجود داشته باشد و هیچ خطری در آن متصور نباشد (موسویان، ۱۳۸۶، ص. ۱۲۹). از همین‌رو، برخی فقیهان در آثار خود به عرفی بودن غرر تصریح کرده‌اند (شهید اول، ۱۴۱۴ق، ج. ۲، ص. ۷۵؛ نراقی، ۱۴۲۲ق، ص. ۳۰۴).

البته عرف عقلاً نیز هرگونه ضرر را موجب تحقق غرر نمی‌داند، بلکه فقط در صورتی که در معامله‌ای، بر اثر جهل به عوضین، ضرر فاحشی به یکی از متعاقدین وارد شود، آن معامله را غرری تلقی می‌کند. بنابراین، غرر و ضرر ناشی از جهالتی موجب بطلان عقد است که از نظر عرفی و عادی، قابل اغماض و مسامحه نباشد (مغنیه، ۱۴۲۱ق، ج. ۳، ص. ۱۳۳).

- ثالثاً، ریسک و نااطمینانی ناشی از جهالت و ابهام در ارکان قرارداد، مصداق غرر است؛ مانند مجهول بودن اندازه یا قیمت خانه در معامله یک خانه. اما اگر ریسک ناشی از ابهام و جهالت نسبت به آینده دارایی باشد، مصداق غرر نخواهد بود؛ مانند تغییرات قیمت همان خانه در آینده. از این‌رو، رابطه منطقی میان غرر و ریسک، عموم و خصوص مطلق است؛ بدین معنا که هر غرری ریسک است، اما هر ریسکی غرر نیست

(بهاروندی، ۱۳۸۸، ص. ۱۴). در نتیجه، نمی‌توان گفت قراردادهایی مانند آتی‌ها صرفاً از آن جهت که ریسک بالایی دارند، غرری‌اند (موسویان، ۱۴۰۰، ص. ۶۰).  
رابعاً، هرگونه ناطمینانی موجب غرری‌شدن معامله نمی‌شود. برای نمونه، در جعاله، مقدار جعل، و در قرارداد بیمه، خسارتی که در آینده واقعاً متوجه بیمه‌شونده می‌شود، مبهم است؛ اما در هیچ‌یک از این دو مورد، عنوان غرر صدق نمی‌کند.

در ادامه، معاملات آتی سبب اخزا از منظر غرری‌بودن بررسی می‌شود.

- اولاً، امکان تحویل اوراق متفاوت با اعمال ضریب تبدیل در سررسید وجود دارد و از ابتدای انعقاد قرارداد، تمام ویژگی‌های اصلی اوراق قابل تحویل و نحوه ارزیابی آن‌ها به روشنی مشخص می‌شود. در واقع، فروشنده می‌تواند یکی از چند نوع ورقه معین (برای مثال، اوراق با سررسید و نرخ کوپن مشخص) را در سررسید تحویل دهد؛ اما این تنوع از ابتدا در مشخصات قرارداد تصریح شده و دامنه اوراق مجاز دقیقاً تعریف می‌شود. به بیان دیگر، خریدار می‌داند موضوع معامله در چارچوب اوراقی با ویژگی‌های معلوم قرار دارد، نه آن‌که هر ورقه‌ای به صورت مبهم در اختیار فروشنده باشد.

- ثانیاً، افزون بر تعیین دقیق دامنه انتخاب، فرمول یا ضریب تبدیلی که ارزش انواع اوراق را با معیار معین تطبیق می‌دهد، به تفصیل در مشخصات قرارداد آتی قید می‌شود. این ضریب تبدیل<sup>۱۳</sup> بیان می‌کند اگر فروشنده اوراق «الف» را (با سررسید خاص و نرخ کوپن معین) تحویل دهد، ارزش آن به چه نسبتی از ارزش سبد اخزا محاسبه خواهد شد. وجود این فرمول شفاف موجب می‌شود هر دو طرف معامله از پیش از شیوه ارزیابی اوراق قابل تحویل آگاه باشند؛ بنابراین، ابهامی در تعیین ارزش پایانی قرارداد باقی نمی‌ماند.

- ثالثاً، طرفین - به ویژه خریدار - از لحظه انعقاد قرارداد می‌پذیرند که انتخاب نوع ورقه در اختیار فروشنده است. فروشنده نیز با علم به فرمول تبدیل می‌داند کدام ورقه را با چه ارزشی می‌تواند تحویل دهد. خریدار نیز بر اساس پذیرش شرط ضمنی ارتکازی

و قاعده اقدام، با آگاهی از این سازوکار وارد معامله می‌شود و ریسک ناشی از این گزینش را به‌عنوان بخشی از قرارداد می‌پذیرد. در این میان، مسئله احتمال اختلاف در آینده یا تحقق «غرر» زمانی مطرح می‌شود که موضوع معامله یا بهای آن چنان مبهم باشد که طرفین ندانند دقیقاً چه چیزی مورد خرید و فروش قرار گرفته و زمینه نزاع فراهم شود. اما در آتی اوراق با اعمال ضریب تبدیل، چون چارچوب و گزینه‌های تحویل مشخص است و فرمول ارزیابی نیز صراحت دارد، ابهام مؤثری باقی نمی‌ماند.

– رابعاً، از منظر فقه اسلامی، هرگاه اوصاف مورد معامله و حدود آن به‌گونه‌ای روشن تعریف شده باشد که موجب جهالت فاحش برای خریدار و فروشنده نشود، معامله محکوم به صحت است؛ مانند معاملات کلی. در الگوی تحویل اوراق با ضریب تبدیل، هر چند فروشنده مختار است یکی از چند ورقه واجد شرایط را عرضه کند، اما این اوراق و شرایط آن‌ها به اندازه‌ای روشن‌اند که عرفاً «جهالت مضر» یا «ابهام فاحش» تحقق نمی‌یابد. در متون فقهی نیز بیع یکی از چند عین، مشروط به تعیین ویژگی‌ها و محدود بودن دامنه انتخاب به موارد معلوم، پذیرفته شده و چنین معامله‌ای به دلیل شفافیت نسبی موضوع، مشمول غرر نمی‌شود.

– خامساً، باید میان «ریسک ناشی از نوسان قیمت یا تفاوت ویژگی دارایی» و «غرر» تفکیک کرد. گرچه خریدار در زمان انعقاد قرارداد نمی‌داند دقیقاً کدام ورقه را تحویل خواهد گرفت، اما می‌داند آن ورقه حتماً یکی از مصادیق مشخص شده در قرارداد است؛ یعنی موضوع معامله معین نیست، بلکه «کلی در معین» است و ضریب تبدیل آن نیز از پیش تعیین شده است. بنابراین، ریسک ناشی از عدم قطعیت قیمت یا منافع آتی، لزوماً مساوی با غرر نیست و صرف احتمال نوسان بازار یا اختیار فروشنده در انتخاب نوع اوراق، دلیل بر بطلان شرعی معامله نخواهد بود.

در عمل نیز نهادهای مالی بین‌المللی از سازوکاری مشابه برای قراردادهای آتی اوراق بدهی استفاده می‌کنند. این مکانیزم در بازارهای متعارف سال‌هاست به‌صورت استاندارد به کار گرفته شده و در بازارهای اسلامی نیز هرگاه قواعد مربوط به معرفی اوراق، تعیین ضریب تبدیل و شفافیت اختیارات فروشنده رعایت شود، از منظر فقهی با مانع غرر

مواجه نخواهد شد. در نتیجه، با تصریح کامل دامنه اوراق قابل تحویل، تعیین شفاف ضریب تبدیل، آگاهی و پذیرش اختیارات هر یک از طرفین و تفکیک «ریسک متعارف معاملات» از «ابهام مخلّ صحت عقد»، می‌توان مسیر صحت شرعی و حقوقی این قرارداد را هموار دانست و آن را فاقد ابهام مؤثر تلقی کرد.

#### ۵-۵. قدرت بر تسلیم مبیع در متون فقهی

مطابق مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار درباره «قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی»، لازم است در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی اسناد خزانه اسلامی موجود در سبد فراهم باشد<sup>۱۴</sup>. از این رو، یکی از مسائل مهمی که باید از منظر فقهی بررسی شود، موضوع قدرت بر تسلیم مبیع در قراردادهاست.

#### ۵-۵-۱. ضرورت قدرت بر تسلیم

در تعریف اصطلاحی تسلیم می‌توان بیان کرد که «تسلیم در عقد معوض عبارت است از اینکه یکی از طرفین، دیگری را بر مالی که به او منتقل کرده است، مستولی سازد» (جعفری لنگرودی، ۱۳۷۲، ص. ۱۵۳). ماده ۳۶۷ قانون مدنی نیز در تبیین این مفهوم مقرر می‌دارد: «تسلیم عبارت است از دادن مبیع به تصرف مشتری، به نحوی که متمکن از انجا تصرفات و انتفاعات باشد».

بنابراین، تسلیم همواره مستلزم تصرف مادی در مال نیست، بلکه مقصود از آن فراهم بودن امکان تصرف در مال است. البته شیوه تحقق تسلیم با توجه به موضوع قرارداد متفاوت است و معیار تشخیص آن نیز عرف است. به بیان دیگر، تسلیم زمانی محقق می‌شود که شخص عرفاً بر مال مستولی گردد و بتواند در آن انواع تصرفات را اعمال کند. قانون مدنی نیز در ماده ۳۶۹ به این نکته اشاره کرده است: «تسلیم به اختلاف مبیع به کیفیات مختلفه است و باید به نحوی باشد که عرفاً آن را تسلیم گویند».

با روشن شدن مفهوم تسلیم، باید گفت که قدرت بر تسلیم کالا و بهای آن از شرایط صحت معامله به شمار می‌آید و فروش مالی که فروشنده از تسلیم آن ناتوان است، صحیح نیست (نجفی، ۱۴۲۱ق، ج. ۱۱، ص. ۵۴۸). افزون بر این، برخی فقها بر این حکم ادعای

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

اجماع کرده‌اند (محقق کرکی، ۱۴۱۴ق، ج. ۴، ص. ۱۰۱؛ علامه حلی، ۱۴۱۴ق، ج. ۱۰، ص. ۴۸؛ انصاری، ۱۴۱۰ق، ج. ۱۱، ص. ۶۳).

حالت‌های مختلف بطلان معامله در صورت عدم تحقق قدرت بر تسلیم مبیع، به شرح زیر است:

۱) **تعذر وفا در حین انعقاد و علم طرفین:** اگر عقد در هنگام انعقاد، متعذر الوفا باشد و هر دو طرف به این تعذر آگاه باشند، چنین عقدی از ابتدا باطل است؛ زیرا یکی از شرایط صحت عقد، قدرت بر تسلیم، یعنی توانایی وفا به مدلول عقد است.

۲) **اعتقاد به امکان وفا در حین عقد و کشف خلاف پس از آن:** اگر طرفین عقد در هنگام انعقاد، بر این باور باشند که مدلول عقد ممکن الوفاست، اما پس از عقد روشن شود که چنین نبوده است، در این صورت نیز عقد از همان زمان انعقاد، باطل محسوب می‌شود؛ هر چند بطلان آن بعداً کشف گردد.

۳) **امکان وفا در حین عقد و تعذر لاحق:** اگر مفاد و مدلول عقد در زمان انعقاد، ممکن الوفا باشد، اما به علتی که پس از عقد عارض می‌شود، اجرای آن غیرممکن گردد، این صورت خود دو فرض خواهد داشت:

**الف) عذر ابدی و غیرقابل رفع:** اگر عذر، ابدی و غیرقابل رفع باشد، عقد از زمان تعذر منفسخ می‌شود.

**ب) عذر محتمل‌الرفع:** اگر عذر، محتمل‌الرفع باشد، دو حالت متصور است:

○ وحدت مطلوب: اگر وفای به عهد در زمان خاص، به نحو وحدت مطلوب باشد، در این صورت نیز عقد از زمان تعذر منفسخ می‌شود.

○ تعدد مطلوب: اگر وفای به عهد در زمان خاص، به نحو تعدد مطلوب باشد، بدین معنا که یک مطلوب، اصل ایفای تعهد و مطلوب دوم، ایفای آن در زمان معین باشد، در این حالت به سبب ناممکن شدن مطلوب دوم، برای متعهدله خیار فسخ ایجاد می‌شود. در نتیجه، وی می‌تواند عقد را فسخ کند یا از فسخ آن صرف‌نظر کرده و ایفای اصل تعهد را در زمان امکان مطالبه کند (محقق داماد، ۱۳۸۱، ص. ۱۴۰).

#### ۵-۲. دلایل فقهی اعتبار قدرت بر تسلیم

فقه‌های امامیه در استدلال بر بطلان عقدی که در آن قدرت بر تسلیم مبیع یا موضوع معامله وجود ندارد، به دلایلی همچون «تکلیف ما لا یطاق»، «لزوم غرر و سفه»، «تعذر وفا به مدلول عقد»، «روایت لا تبع ما لیس عندک» و نیز «اجماع» استناد کرده‌اند که در ادامه بررسی می‌شوند.

#### ۵-۲-۱. تکلیف ما لا یطاق

صحت عقد مستلزم عمل به مقتضای آن است و اگر به جای عمل به مقتضای عقد، به امری خارج از متعلق آن عمل شود، این امر خلاف مقتضای عقد خواهد بود. چنانچه مقصود از انعقاد عقد، تحقق همان چیزی باشد که مورد قصد و غرض متعاملین است و آن «متعلق» یا چیزی که در حکم آن است از بین رفته باشد، وفا به آن ممکن نخواهد بود. در این صورت، تکلیف به انجام آن مصداق «تکلیف ما لا یطاق» (تکلیف خارج از توان) خواهد بود که در شریعت نفی شده است. با نفی لازم، ملزوم نیز منتفی می‌شود؛ ازاین‌رو چنین تکلیفی باطل خواهد بود (حسینی مراغی، ۱۴۱۷ق، ج. ۲، ص. ۴۰۰).  
بر این اساس، عدم امکان تسلیم موضوع قرارداد و در نتیجه عدم وفا به مدلول عقد، نوعی تکلیف ما لا یطاق تلقی می‌شود.

#### ۵-۲-۲. لزوم غرر و سفه

بیع چیزی که تسلیم آن مقدور نباشد صحیح نیست؛ خواه دلیل فساد آن، عدم مالیت چنین مالی باشد و خواه وجود غرر مستلزم جهل (نایینی، ۱۳۷۳ق، ج. ۱، ص. ۳۸۷).  
علامه حلی پس از آنکه شرط قدرت بر تسلیم را امری اجماعی می‌داند، در تبیین بطلان بیع فاقد این شرط به روایت مشهور نبوی «نهی النبی عن بیع الغرر» استناد کرده و بیع چیزی را که قدرت بر تسلیم آن وجود ندارد، مصداق بیع غرری و در نتیجه باطل دانسته است (علامه حلی، ۱۴۱۴ق، ج. ۱۰، ص. ۴۸).

همچنین اگر مطابق با نظر شهید اول، غرر به «مجهول‌الحصول بودن» تفسیر شود (شهید اول، بی‌تا، ج. ۲، صص. ۱۲۷-۱۲۸)، بیع چیزی که قدرت بر تسلیم آن وجود ندارد از مصادیق غرر خواهد بود؛ زیرا حصول آن مجهول است. ازاین‌رو فقها بیع فاقد

قدرت بر تسلیم را داخل در عنوان غرر و سفاهت دانسته‌اند (میرزای قمی، ۱۳۷۱ق، ج. ۲، ص. ۳۸۶).

#### ۵-۲-۳. قاعده تعذر وفا به مدلول عقد

به موجب قاعده‌ای که در متون فقهی با عنوان «بطلان کلّ عقد بتعذر الوفاء بمضمونه» بیان می‌شود، هر عقدی که وفا به مضمون آن متعذر باشد، باطل است (بجنوردی، ۱۳۷۷، ج. ۵، ص. ۲۶۵).

بر اساس این قاعده، اگر متعاقدین پس از انعقاد عقد به سببی نتوانند به مفاد آن وفا کنند، عقد به علت تعذر و عدم امکان وفا به تعهد باطل خواهد شد. مفاد این قاعده اختصاص به عقد خاصی ندارد و در تمامی عقود و معاملات جاری است. بی‌تردید یکی از مصادیق تعذر وفا به مدلول عقد، تعذر تسلیم موضوع قرارداد است. از همین رو در فقه و نیز در قانون مدنی ایران، قدرت بر تسلیم مبیع از شرایط صحت بیع به شمار آمده است.

بر این اساس، در عقد بیع بایع متعهد می‌شود مبیع را به مشتری تملیک و تسلیم کند و در مقابل، مشتری ثمن را به بایع تملیک و تأدیه نماید. وفا به این معامله زمانی تحقق می‌یابد که ثمن به مالک مبیع تسلیم شود و مبیع نیز از سوی بایع به مشتری تحویل گردد. اگر وفا به این صورت متعذر شود و این تعذر نیز دائمی باشد، معامله لغو و نزد عقلا باطل خواهد بود؛ خواه تعذر وفا از یک طرف باشد یا از هر دو طرف. در حقوق موضوعه از این قاعده با عنوان «تعذر اجرای تعهد» یاد می‌شود که مقصود از تعهد در آن، تعهد ناشی از عقد است (جعفری لنگرودی، ۱۳۸۶، ج. ۲، ص. ۱۶۷).

#### ۵-۲-۴. روایت «لا تبع ما لیس عندک»

بر بطلان بیع غیرقابل تسلیم به روایت مشهور نبوی «لا تبع ما لیس عندک» نیز استناد شده است (انصاری، ۱۴۱۰ق، ج. ۱۱، ص. ۶۵).

بر اساس این تفسیر، مقصود از «ما لیس عندک» صرفاً عدم مالکیت یا عدم حضور مال نیست، بلکه ناظر به فقدان تسلط بر قبض و تسلیم آن است.

### ۵-۲-۵. اجماع

برخی از فقها در اثبات اعتبار قدرت بر تسلیم مبیع به اجماع نیز استناد کرده‌اند (حسینی عاملی، ۱۴۱۹ق، ج. ۱۳، ص. ۱۴). البته بدیهی است در مسائلی که بر ادله دیگر مبتنی است، استناد مستقل به اجماع چندان استحکام ندارد.

### ۵-۳-۵. ضوابط حاکم بر اعتبار قدرت بر تسلیم

مهم‌ترین مقوله‌های مرتبط با ضوابط حاکم بر اعتبار قدرت بر تسلیم عبارت‌اند از: «برابری تسلیم و تسلّم»، «افزودن ضمیمه» و «زمان اعتبار قدرت بر تسلیم» که در ادامه بررسی می‌شوند.

### ۵-۳-۱. برابری تسلیم و تسلّم

در بحث قدرت بر تسلیم مبیع، اگر بایع قادر به تسلیم نباشد ولی مشتری قادر بر انتزاع ملک باشد، به دلیل عمومات ادله و نیز فقدان غرر و سغه، قول به صحت عقد قوی‌تر است. از آنجا که غرض از شرط قدرت بر تسلیم، تمکن مشتری از اخذ و تصرف در مبیع است، در حقیقت مراد از این شرط، امکان تسلیم از سوی بایع یا امکان تسلّم از سوی مشتری خواهد بود (میرزای قمی، ۱۳۷۱ق، ج. ۲، ص. ۳۸۴).

به بیان دیگر، هدف اصلی از شرط قدرت بر تسلیم، حصول تسلیم در زمان استحقاق است؛ از این‌رو در صورت قدرت مشتری بر تسلّم، هرچند بایع قادر بر تسلیم نباشد، عقد بیع صحیح خواهد بود (عمید زنجانی، ۱۳۹۱، ص. ۲۲۰).

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

### ۵-۳-۲. افزودن ضمیمه

هرگاه مبیع به تنهایی غیرقابل تسلیم باشد، اما کالای قابل تسلیم دیگری به آن ضمیمه شود و مجموع آن‌ها در قالب یک عقد فروخته شوند، طبق ظاهر روایات و اجماع فقها، این بیع صحیح است (عمید زنجانی، ۱۳۹۱، ص. ۲۲۱).

مستند اصلی این حکم، روایات معتبری است که در ادامه بررسی می‌شوند:

۱) صحیحہ رِفاعَةَ النَّخَّاسِ: از امام موسی کاظم (علیه‌السلام) پرسیدم: «آیا صحیح است کنیز فراری را از گروهی بخرم، ثمن را به آنان بپردازم و خود در جست‌وجوی او باشم؟» حضرت فرمودند: «خرید آن صحیح نیست، مگر اینکه همراه با آن، لباس یا متاعی از آنان بخری و به آنان بگویی: کنیزتان فلان و این کالا را به فلان مقدار درهم از شما می‌خرم. در این صورت، بیع جایز است»<sup>۱۵</sup> (حر عاملی، ۱۴۱۶ق، ج. ۱۷، ص. ۳۵۳).

۲) از امام صادق (علیه‌السلام) درباره مردی پرسیدم که بنده فراری را از خانواده‌اش می‌خرد. امام فرمودند: «صحیح نیست، مگر اینکه چیز دیگری را نیز همراه او بخرد و بگوید: این شیء و بندهات را به فلان مقدار از تو می‌خرم. پس اگر بر بنده دست نیافت [و آن را تحویل نگرفت]، مبلغی که پرداخته است، در قبال آن چیزی قرار می‌گیرد که همراه بنده خریده است»<sup>۱۶</sup> (حر عاملی، ۱۴۱۶ق، ج. ۱۷، ص. ۳۵۳).

مطابق مفاد این روایات، اگر آن عبد گریخته (مبیع غیرقابل تسلیم) یافت شود، اشکالی در صحت معامله نخواهد بود و هر دو — یعنی عبد و ضمیمه — ملک مشتری خواهند بود. اما اگر عبد یافت نشود و همچنان غیرقابل تسلیم باقی بماند، مشتری حقی برای

۱۵ «سَأَلْتُ أَبَا الْحَسَنِ مُوسَى عَلَيْهِ السَّلَامُ قُلْتُ لَهُ أَيْضًا لِي أَنْ أُشْتَرِيَ مِنَ الْقَوْمِ الْجَارِيَةَ الْبَائِقَةَ وَأَعْطِيَهُمُ الثَّمَنَ وَأَطْلُبُهَا أَنَا قَالَ لَا يَصْلِحُ شِرَاؤُهَا إِلَّا أَنْ تُشْتَرِيَ مِنْهُمْ مَعَهَا ثَوْبًا أَوْ مَتَاعًا فَتَقُولُ لَهُمْ أُشْتَرِيَ مِنْكُمْ جَارِيَتَكُمْ فَلَانَهُ وَهَذَا الْمَتَاعُ بَكْذَا وَكَذَا دَرَاهِمًا فَإِنَّ ذَلِكَ جَائِزٌ».

۱۶ «فِي الرَّجُلِ يَشْتَرِي الْعَبْدَ وَهُوَ ابْنُ عَن أَهْلِهِ قَالَ لَا يَصْلِحُ إِلَّا أَنْ يُشْتَرِيَ مَعَهُ شَيْئًا آخَرَ وَيَقُولُ أُشْتَرِيَ مِنْكَ هَذَا الشَّيْءُ وَعَبْدُكَ بِكَذَا وَكَذَا فَإِنَّ لَمْ يَقْدِرْ عَلَى الْعَبْدِ كَانَ الَّذِي تَقَدَّهُ فِيمَا أُشْتَرِيَ مِنْهُ».

رجوع به بایع نخواهد داشت و ثمنی که پرداخته است در مقابل همان ضمیمه قرار می‌گیرد. در این حکم میان فقها اختلافی گزارش نشده است. شایان ذکر است که مقصود فقها از این بیان آن نیست که عبد گریخته از عنوان مبیع خارج می‌شود و مبیع منحصر در ضمیمه قابل تسلیم است؛ بلکه مراد آن است که ثمن بر مجموع عبد و ضمیمه توزیع نمی‌شود و تبعض در معامله رخ نمی‌دهد، تا مشتری بتواند به اندازه قیمت عبد، بخشی از ثمن را از بایع بازپس گیرد.

ثمره این تحلیل آن است که عبد همچنان داخل در مبیع باقی می‌ماند و در صورت دستیابی بعدی، آثار ملکیت بر آن مترتب می‌شود؛ از جمله اینکه مشتری می‌تواند او را برای کفاره و مانند آن آزاد کند (میرزای قمی، ۱۳۷۱ق، ج. ۲، ص. ۳۸۹).

#### ۵-۳-۳. زمان اعتبار قدرت بر تسلیم

قدرت بر تسلیم مبیع باید در زمان استحقاق تسلیم احراز شود. به بیان دیگر، اگر در زمان سررسید و هنگام وجوب تسلیم، امکان تسلیم مبیع وجود نداشته باشد، صرف احراز قدرت بر تسلیم در زمان انعقاد عقد برای صحت معامله کافی نخواهد بود. در مقابل، اگر در زمان عقد امکان تسلیم وجود نداشته باشد، ولی در زمان استحقاق تسلیم این قدرت حاصل شود، عقد صحیح خواهد بود (عمید زنجانی، ۱۳۹۱، ص. ۲۱۹).

بنابراین، معیار اعتبار قدرت بر تسلیم، زمانی است که مال باید به طرف معامله تحویل داده شود. برای مثال، اگر مالی فروخته شود به این شرط که دو ماه بعد به مشتری تسلیم گردد، قدرت بایع بر تسلیم در همان زمان دو ماه بعد شرط صحت عقد خواهد بود، هرچند در زمان انعقاد عقد چنین قدرتی وجود نداشته باشد.

#### ۵-۶. سازوکار ضابطه‌مند کردن قابلیت تحویل در قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی

یکی از مهم‌ترین چالش‌های فقهی در طراحی قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی، مسئله قابلیت تحویل دارایی پایه (اوراق اخزا) در سررسید قرارداد است. از منظر فقه معاملات، صحت قرارداد مستلزم آن است که امکان تسلیم دارایی پایه در زمان استحقاق تسلیم وجود داشته باشد. از این رو لازم است احراز شود که معامله‌گران آتی در سررسید قرارداد قادر به تأمین و تحویل اوراق اخزا خواهند بود.

از منظر اجرایی نیز در صورتی که دارنده موقعیت خرید در قرارداد آتی، به جای تحویل فیزیکی، تسویه نقدی را انتخاب کند، شرط اساسی آن است که دارایی پایه از نقدشوندگی کافی در بازار برخوردار باشد؛ به گونه‌ای که امکان خرید یا فروش آن بدون هزینه معاملاتی قابل توجه فراهم باشد.

بر این اساس، برای بررسی قابلیت تحویل دارایی پایه در قرارداد آتی سبد اخزا، لازم است دو شاخص مورد ارزیابی قرار گیرد:

نخست، میزان موجودی بالقوه اوراق اخزا نزد فعالان بازار؛  
و دوم، درجه نقدشوندگی این اوراق در بازار ثانویه.

به‌منظور ارزیابی این موضوع، در گام نخست حجم معاملات بزرگ‌ترین و نقدشونده‌ترین سهامی که قرارداد اختیار معامله بر روی آن‌ها منتشر شده و معاملات آن‌ها در بازار سرمایه ایران در جریان است، بررسی می‌شود. انتخاب این دارایی‌ها از آن جهت اهمیت دارد که اختیار معامله نیز همانند قرارداد آتی، از ابزارهای مشتقه بازار سرمایه به شمار می‌رود و می‌تواند معیار مناسبی برای سنجش ظرفیت معاملاتی بازار باشد.

در گام بعد، حجم معاملات اوراق اخزا با حجم معاملات این دارایی‌ها مقایسه می‌شود تا میزان نقدشوندگی و ظرفیت تأمین دارایی پایه در بازار مشخص گردد. جدول (۴) حجم معاملات هفتگی بزرگ‌ترین و نقدشونده‌ترین سهامی را که اختیار معامله بر روی آن‌ها تعریف شده است، نشان می‌دهد.

جدول (۴): معاملات هفتگی مهم‌ترین سهام‌های پایه قراردادهای اختیار معامله

نماد	میانگین حجم معاملات روزانه (میلیون)	تعداد کل سهام (میلیارد)	نسبت حجم معاملات هفتگی به کل سهام (درصد)
تجارت	۱۴۱۱	۱۴۸۰	۰.۴۸
شبندر	۱۳۵	۴۰۹	۰.۱۷
خسپا	۱۲۰۵	۱۶۲۱	۰.۳۷
ذوب	۱۱۰۶	۶۶۷	۰.۸۳
شپنا	۲۴۴	۵۲۶	۰.۲۳

نماد	میانگین حجم معاملات روزانه (میلیون)	تعداد کل سهام (میلیارد)	نسبت حجم معاملات هفتگی به کل سهام (درصد)
شتران	۳۴۹	۵۳۹	۰.۳۲
وبصادر	۹۳۸	۷۸۲	۰.۶۰
شستا	۶۷۰	۱.۶۳۶	۰.۲۰
فولاد	۴۵۲	۱۵۰۰	۰.۱۵
فملی	۱۹۲	۱۵۰	۰.۰۹

منبع: (یافته‌های پژوهش)

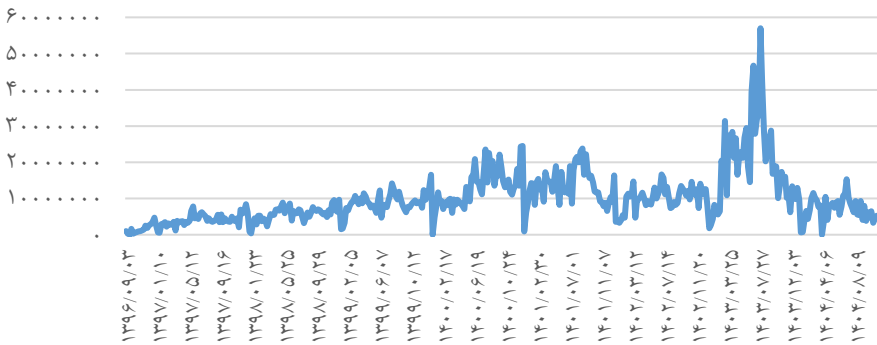
میانگین ساده حجم معاملات هفتگی این نمادها معادل ۰.۳۴ درصد از کل سهام آن‌ها و میانگین وزنی آن حدود ۰.۳۲ درصد است.

همان‌گونه که بیان شد، نسبت حجم معاملات هفتگی سهام به تعداد کل آن‌ها برای بزرگ‌ترین سهم‌هایی که اختیار معامله بر روی آن‌ها تعریف شده است، حدود ۰.۲ درصد (بر اساس میانگین ساده) است. بنابراین مقایسه این نسبت‌ها نشان می‌دهد که امکان تهیه دارایی پایه از بازار برای قرارداد آتی سبد اخزا، حتی از برخی نقدشونده‌ترین سهم‌های بازار سهام نیز آسان‌تر است.

بر اساس محاسبات مذکور، در طول عمر نه‌ماهه هر قرارداد آتی، حدود ۵۶۰ میلیون برگ اخزا در بازار معامله می‌شود که معادل حدود ۳۵ درصد از کل اوراق اخزای موجود در بازار است. از این رو شخصی که در موقعیت فروش قرارداد آتی سبد اخزا قرار دارد، می‌تواند با اتکا به حجم معاملات موجود در بازار، دارایی پایه مورد نیاز برای ایفای تعهد خود را به‌سهولت تهیه کند. در حال حاضر حدود ۱.۶ میلیارد برگ اوراق اخزا توسط خزانه‌داری کل کشور عرضه شده است که بیش از ۸۰ درصد این اوراق در اختیار صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار دارد. با توجه به کارکردهایی که پیش‌تر برای قرارداد آتی سبد اخزا در مدیریت ریسک این نهادها بیان شد، انتظار می‌رود عمده بازیگران این قرارداد نیز همین نهادهای مالی باشند. از آنجا که این نهادها خود از دارندگان اصلی اوراق اخزا محسوب می‌شوند، دسترسی مناسبی به دارایی پایه برای تسویه فیزیکی قرارداد آتی خواهند داشت. این هم‌پوشانی میان دارندگان

عمده دارایی پایه و بازیگران بالقوه بازار آتی، احتمال بروز مشکل در تأمین اوراق جهت ایفای تعهد را به طور قابل توجهی کاهش می دهد.

علاوه بر این، هر نماد اسناد خزانه به صورت تدریجی از سوی مرکز مدیریت بدهی وزارت امور اقتصادی و دارایی به پیمانکاران تخصیص می یابد و رویه متعارف آن است که پیمانکاران، اوراق دریافتی را در بازار ثانویه عرضه می کنند. این فرآیند تخصیص تدریجی، که گاه تا نزدیکی سررسید اوراق ادامه دارد، یکی از عوامل مهم در حفظ و تقویت نقدشوندگی این اوراق است؛ زیرا جریان مستمر عرضه، عمق بازار را افزایش داده و امکان تهیه دارایی پایه برای تسویه فیزیکی قرارداد آتی سبد اخزا را تقویت می کند.



نمودار (۲): حجم معاملات هفتگی اسناد خزانه اسلامی

منبع: (srd.seo.ir)

## ۶. جمع بندی گروه کانونی

مدل قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی توسط نویسندگان این پژوهش طراحی و ابعاد فقهی، اقتصادی، مالی و اجرایی آن به منظور ارزیابی صحت فقهی و نیز کارکرد عملیاتی آن در مدیریت ریسک، طی چهار جلسه به اعضای گروه کانونی ارائه شد. در این جلسات، ساختار قرارداد، سازوکار تحویل، ضوابط انتخاب اوراق در سبد، نحوه اعمال ضریب تبدیل و آثار آن بر قابلیت تسویه، و همچنین کارکرد ابزار در پوشش ریسک نوسانات نرخ سود مورد بحث و بررسی قرار گرفت.

بر اساس جمع‌بندی مباحث مطروحه، کارکرد مدل پیشنهادی در مدیریت ریسک نوسانات نرخ سود برای نهادهای مالی اسلامی مورد تأیید اعضای گروه کانونی قرار گرفت و اجرای آن، با رعایت شرایط زیر، از منظر فقهی بلا مانع تشخیص داده شد:

(۱) رعایت کامل ملاحظات و ضوابط فقهی مندرج در مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص:

○ قرارداد آتی اسناد خزانه اسلامی؛

○ قرارداد آتی سبد سهام؛

○ و ضوابط جایگزینی دارایی پایه در قراردادهای آتی.

(۲) انتخاب اوراق موجود در سبد به گونه‌ای که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی آن‌ها وجود داشته باشد؛ به نحوی که شرط فقهی قدرت بر تسلیم در زمان استحقاق تسلیم محقق گردد.

### **جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات اجرایی و پژوهشی**

مدیریت ریسک نوسانات نرخ سود در بازارهای مالی اسلامی - اعم از بازار سرمایه اسلامی و نظام بانکداری اسلامی - یک ضرورت اساسی محسوب می‌شود. در اقتصادهای متعارف که مفهوم نرخ بهره وجود دارد و معمولاً این نرخ به عنوان نرخ بدون ریسک اقتصاد تلقی می‌شود، ابزارهایی مانند قراردادهای آتی نرخ بهره برای مدیریت این ریسک به کار گرفته می‌شوند.

با وجود آنکه در بازارهای مالی اسلامی مفهوم نرخ سود پذیرفته شده است، انعقاد قرارداد آتی بر روی نرخ سود به دلیل فاقد مالیت بودن نرخ با مانع فقهی مواجه است. از این رو استفاده از قرارداد آتی نرخ سود برای پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در بازارهای مالی اسلامی امکان‌پذیر نیست.

با توجه به اینکه نرخ بازده اسناد خزانه اسلامی می‌تواند به عنوان شاخصی برای نرخ بدون ریسک در اقتصاد ایران در نظر گرفته شود، طراحی قرارداد آتی مبتنی بر سبدهای از اسناد خزانه اسلامی می‌تواند به طور غیرمستقیم کارکردی مشابه قرارداد آتی نرخ سود بدون ریسک را شبیه‌سازی کند. در صورت تأیید فقهی چنین ابزاری، نهادهای مالی

خواهند توانست از آن برای پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در بازار سرمایه ایران استفاده کنند.

در این پژوهش، به منظور بررسی ابعاد فقهی، مالی و اجرایی این ابزار، از روش گروه کانونی متشکل از ۱۲ خبره در حوزه‌های فقه، اقتصاد، مدیریت ریسک، مالی و مالی اسلامی استفاده شد. نتایج جلسات گروه کانونی نشان داد که مدل پیشنهادی قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی، علاوه بر کارکرد مناسب در مدیریت ریسک نرخ سود، با رعایت برخی الزامات از منظر فقهی نیز قابل پذیرش است.

بر اساس جمع‌بندی دیدگاه‌های اعضای گروه کانونی، استفاده از این ابزار مشروط به رعایت الزامات زیر از نظر فقهی بلامانع است:

۱) رعایت ملاحظات فقهی مصوب کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص قرارداد آتی اسناد خزانه اسلامی و قرارداد آتی سبد سهام؛  
از جمله:

- مبتنی بودن قرارداد بر معاوضه دو تعهد؛
- امکان تسویه نقدی در سررسید با توافق طرفین؛
- قابلیت تحویل سبد دارایی پایه در سررسید؛
- صحت توافق طرفین در خصوص تعدیل سبد پایه در صورت تغییر ترکیب سبد مرجع؛
- صحت شرط ضمن عقد مبنی بر تسویه نقدی در صورت توقف نماد برخی از اقسام سبد پایه مطابق مقررات سازمان بورس؛
- صحت شرط ضمن عقد مبنی بر تسویه نقدی مقادیر اعشاری (در صورت وجود) در سبد پایه در سررسید.

همچنین در خصوص قرارداد آتی اسناد خزانه اسلامی تأکید شده است که جایگزینی سند خزانه دیگر به جای دارایی پایه تعیین شده در قرارداد مجاز نیست؛ با این حال در صورتی که تحویل سند مذکور در سررسید ممکن نباشد، تسویه نقدی مطابق ضوابطی که در ابتدای قرارداد مورد توافق طرفین قرار گرفته است بلامانع خواهد بود.

۲) انتخاب اوراق موجود در سبد به گونه‌ای که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی آن‌ها وجود داشته باشد؛ به نحوی که شرط فقهی قدرت بر تسلیم در زمان استحقاق تسلیم محقق گردد.

علاوه بر این، مدل پیشنهادی پس از بررسی‌های انجام شده در گروه کانونی، در جلسه شماره ۲۷۶ کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (مورخ ۱۴۰۲/۰۷/۱۲) نیز مورد بررسی قرار گرفت و با رعایت الزامات مذکور از نظر شرعی بلامانع اعلام شد (متن مصوبه در پیوست ۱ ارائه شده است).

## پیوست (۱). مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار درباره قرارداد آتی سبد اسناد خزانه اسلامی

### ۱. معرفی موضوع

قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی از جمله قراردادهایی است که برای پوشش نوسانات نرخ بازدهی در بازار سرمایه کاربرد دارد. در این قرارداد، طرفین متعهد می‌شوند در زمان معینی در آینده (برای مثال یک سال آینده)، سبد مشخصی از اسناد خزانه اسلامی را به قیمتی که در زمان انعقاد قرارداد تعیین می‌شود، معامله کنند.

ویژگی‌های سبد اسناد خزانه اسلامی موضوع این قرارداد به شرح زیر است:

۱) در این سبد، اسناد خزانه اسلامی مختلفی وجود دارد که تا زمان سررسید آن‌ها مدت‌زمان‌های متفاوتی باقی مانده است.

۲) سررسید هر یک از اسناد خزانه اسلامی موجود در سبد، حداقل مدت معینی (برای مثال سه ماه) بیشتر از زمان سررسید قرارداد آتی است.

۳) ترکیب اسناد موجود در سبد، در زمان انعقاد قرارداد آتی برای طرفین مشخص است.

۴) قیمت پرداختی برای این سبد اسناد، در زمان انعقاد قرارداد برای طرفین تعیین و مشخص می‌شود.

۵) اسناد موجود در سبد به گونه‌ای انتخاب می‌شوند که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل آن‌ها وجود داشته باشد.

۶) چنانچه در سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی بخشی از اجزای سبد وجود نداشته باشد، یکی از دو حالت زیر با رعایت ترتیب اولویت قابل اجرا خواهد بود: ۶.۱. با استفاده از ضریب تبدیل مشخص، اسناد خزانه اسلامی معین دیگری جایگزین شود. ۶.۲. بر اساس مبنای محاسباتی که از ابتدا برای طرفین مشخص شده است، قیمت آن بخش محاسبه شده و به صورت تسویه نقدی پرداخت شود.

با توجه به اینکه پیش از این، در مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، موضوع قرارداد آتی مبتنی بر یک سند خزانه اسلامی معین مورد بررسی

قرار گرفته بود، موضوع قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی نیز در دستور کار این کمیته قرار گرفت تا ملاحظات فقهی مرتبط با آن بررسی و اعلام نظر شود.

## ۲. نظر کمیته تخصصی فقهی

کمیته تخصصی فقهی پس از استماع نظرات کارشناسان، انجام بحث‌های کارشناسی و بررسی موضوع‌شناسی ارائه‌شده، به جمع‌بندی زیر رسید:

۱) اجرای قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی با رعایت ملاحظات فقهی که پیش‌تر در مصوبات این کمیته در خصوص موارد زیر بیان شده است، بلامانع است:

○ قرارداد آتی سند خزانه اسلامی؛

○ قرارداد آتی سبد سهام؛

○ ضوابط مربوط به جایگزینی دارایی پایه در قراردادهای آتی.

البته ضروری است اسناد خزانه اسلامی موجود در سبد به گونه‌ای انتخاب شوند که در زمان سررسید قرارداد آتی، امکان تحویل فیزیکی آن‌ها وجود داشته باشد.

۲) لازم است مقررات مربوط به اجرایی شدن قرارداد آتی مبتنی بر سبد اسناد خزانه اسلامی پیش از ارجاع برای تصویب در مراجع ذیصلاح، در اختیار کمیته تخصصی فقهی قرار گیرد تا در صورت وجود ملاحظات فقهی نسبت به متن پیش‌نویس مقررات، اعلام نظر شود.

### ملاحظات حقوقی

#### - پیروی از اصول حقوقی

تمامی اصول اخلاقی در پژوهش در این مقاله رعایت شده است.

#### - تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله تعارض منافع ندارد.

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله مستخرج از پایان‌نامه، رساله و طرح پژوهشی نیست.

### کتابنامه

۱) انصاری، مرتضی بن محمد امین (۱۴۱۰ق). *المکاسب*. قم: دارالکتاب.

- ۲) بجنوردی، حسن (۱۳۷۷). *القواعد الفقهیه*. قم: الهادی.
- ۳) بهاروندی، احمد (۱۳۸۸). بیان و اثبات تفاوت ماهوی معاملات مبتنی بر غرر و قراردادهای پوشش ریسک از منظر فقه امامیه. راهبرد توسعه، ۵(۲)، ۲۲۴-۲۴۳.
- ۴) جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۳۸۶). *الفارق* (چاپ اول). تهران: گنج دانش.
- ۵) جعفری لنگرودی، محمد جعفر (۱۳۷۲). *ترمینولوژی حقوق* (چاپ ششم). تهران: گنج دانش.
- ۶) حر عاملی، محمد بن حسن (۱۴۱۶ ق). *تفصیل وسائل الشیعه الی تحصیل مسائل الشریعه*. قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم السلام لإحیاء التراث.
- ۷) حسینی عاملی، محمدجواد بن محمد (۱۴۱۹ ق). *مفتاح الکرامه فی شرح قواعد العلامه*. قم: مؤسسه النشر الإسلامی.
- ۸) حسینی مراغی، عبدالفتاح بن علی (۱۴۱۷ ق). *العناوین الفقهیه*. قم: مؤسسه النشر الإسلامی.
- ۹) خادم‌الحسینی اردکانی، مجید؛ و موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). *مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی*. *اقتصاد اسلامی*، ۱۲(۴۵)، ۱۰۷-۱۳۰.
- ۱۰) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۱). *مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار* (ویراست دوم). تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
- ۱۱) سیمپاری، محمدرضا؛ یاوری، محسن؛ میرزاخانن، رضا؛ و پیره، مجید (۱۴۰۲). پوشش ریسک نوسانات نرخ سود در بازار سرمایه اسلامی. *بازار سرمایه اسلامی*. ۳۴.
- ۱۲) شهید اول، محمد بن مکی (بی‌تا). *القواعد والفوائد*. قم: کتابفروشی مفید.
- ۱۳) شهید اول، محمد بن مکی عاملی (۱۴۱۴ ق)، *غایه المراد فی شرح نکت الإرشاد* (جلد ۲؛ چاپ اول). قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
- ۱۴) علامه حلی، حسن بن یوسف (۱۴۱۴ ق). *تذکره الفقهاء*. قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم السلام لإحیاء التراث.
- ۱۵) عمید زنجانی، عباسعلی (۱۳۹۱). *قواعد کلی عقود کتاب البیع و المتاجر*. تهران: خرسندی.
- ۱۶) محقق داماد، مصطفی (۱۳۸۱). *قواعد فقه*. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).

- (۱۷) محقق کرکی، علی بن حسین (۱۴۱۴ق). جامع المقاصد فی شرح القواعد. قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم السلام لإحياء التراث.
- (۱۸) محمدی، مهران؛ نجارزاده، رضا؛ موسویان، سیدعباس؛ و صالح‌آبادی، علی (۱۳۹۵). چارچوب طراحی قرارداد آتی و اختیار معامله سبد سهام با کارکردهای قرارداد آتی و اختیار معامله شاخص. تحقیقات مالی اسلامی، ۵(۲)، ۳۸-۵. DOI: [10.30497/ifr.2016.1853](https://doi.org/10.30497/ifr.2016.1853)
- (۱۹) مراغی، میرعبدالفتاح (۱۴۱۷ق). العناوین الفقهیه (جلد ۲). قم: جامعه مدرسین.
- (۲۰) معصومی‌نیا، غلامعلی؛ و الهی، مهدی (۱۳۹۲). امکان‌سنجی فقهی طراحی سوآپ نرخ بهره متناسب با بازار مالی ایران. تحقیقات مالی اسلامی، ۲(۲)، ۸۶-۵۵. DOI: [10.30497/ifr.2013.1643](https://doi.org/10.30497/ifr.2013.1643)
- (۲۱) معصومی‌نیا، غلامعلی (۱۳۹۷). ابزارهای مشتقه بررسی فقهی و اقتصادی. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- (۲۲) مغنیه، محمد جواد (۱۴۲۱ق). فقه الإمام الصادق علیه السلام (جلد ۳؛ چاپ دوم). قم: انصاریان.
- (۲۳) موسوی خمینی، روح‌الله (۱۴۲۱ق). البیع (جلد ۳، ۴ و ۵). تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی(ره).
- (۲۴) موسویان، سیدعباس؛ و نظریور، محمدنقی؛ و خزائی، ایوب (۱۳۸۹). امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی. اقتصاد اسلامی، ۱۰(۴۰)، ۸۷-۱۱۶.
- (۲۵) موسویان، سید عباس (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی. قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- (۲۶) موسویان، سید عباس (۱۴۰۰). بانکداری اسلامی مبانی نظری تجارب عملی. تهران: پژوهشگاه پولی و بانکی.
- (۲۷) میرزای قمی، ابوالقاسم بن محمدحسن (۱۳۷۱ق). جامع الشتات. تهران: کیهان.
- (۲۸) نایینی، محمدحسین (۱۳۷۳ق). منیة الطالب. قم: المکتبه المحمدیه.
- (۲۹) نجفی، محمدحسن بن باقر (۱۴۲۱ق). جواهر الکلام. قم: مؤسسه دائره المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم السلام.

۳۰) نراقی، مولی محمد بن احمد (۱۴۲۲ق). *مشارق الأحكام* (چاپ دوم). قم: کنگره نراقیین ملا مهدی و ملا احمد.

۳۱) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۲). مصوبه کمیته تخصصی فقهی، جلسه شماره ۲۷۶ مورخ ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ قابل دسترس از طریق آدرس:

<https://rdis.seo.ir/fa/committee/committee-pub-detail/75>

## Reference

1. Allāma Ḥillī, Ḥ. b. Y. (1414 AH/1993). *Tadhkirat al-Fuqahā'* [Memorial of the Jurists]. Qom: Mu'assasat Āl al-Bayt li-Iḥyā' al-Turāth. [in Arabic]
2. Anṣārī, M. b. M. A. (1410 AH/1989). *Al-Makāsib* [The Gains]. Qom: Dār al-Kitāb. [in Arabic]
3. Amīd Zanjanī, 'A. (1391 SH/2012). *Qawā'id-e Kollī-ye Oqūd: Ketāb al-Bay' va al-Mutājir* [General Rules of Contracts: The Book of Sale and Trade]. Tehran: Khorsandī. [in Persian]
4. Bijnavardī, Ḥ. (1377 SH/1998). *Al-Qawā'id al-Fiqhiyya* [Jurisprudential Rules]. Qom: al-Hādī. [in Arabic]
5. Bahāravandī, A. (1388 SH/2009). Bayān va isbāt-e tafāvot-e māhiyati-ye mo'āmalāt-e mobtanī bar ghorār va qarārdād-hā-ye pooshesh-e risk az manzar-e feqh-e Emāmiyya [Explaining and proving the essential difference between uncertainty-based transactions and hedging contracts from the perspective of Imami jurisprudence]. *Rāhbord-e Towse'eh* [Development Strategy], 5(2), 224–243. [in Persian]
6. ElSheimy, A. (2026). Towards a Genuine Islamic Profit Rate Swap: A Murābaḥah-Wakālah Hybrid Model for Sharīah-Compliant Hedging March. *International Journal of Islamic Finance and Sustainable Development*, 18(1), 107-126. DOI:10.55188/ijifsd.v18i1.1290
7. Ja'farī Langarūdī, M. J. (1386 SH/2007). *Al-Fāriq* [The Separator] (1st ed.). Tehran: Ganj-e Dānesh. [in Persian]
8. Ja'farī Langarūdī, M. J. (1372 SH/1993). *Terminology-ye Hoqūq* [Legal Terminology] (6th ed.). Tehran: Ganj-e Dānesh. [in Persian]
9. Hall, J. (2015). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Pearson.
10. Ḥurr al-Āmilī, M. b. Ḥ. (1416 AH/1995). *Tafṣīl Wasā'il al-Shī'a ilā Taḥṣīl Masā'il al-Sharī'a* [Detailed Means of the Shia to Obtain the Issues of the Sharia]. Qom: Mu'assasat Āl al-Bayt li-Iḥyā' al-Turāth. [in Arabic]

11. Ḥusaynī ‘Āmilī, M. J. b. M. (1419 AH/1998). *Miftāḥ al-Karāma fi Sharḥ Qawā'id al-Allāma* [The Key to Dignity: Commentary on ‘Allāma’s Rules]. Qom: Mu’assasat al-Nashr al-Islāmī. [in Arabic]
12. Ḥusaynī Marāghī, ‘A. b. ‘A. (1417 AH/1996). *Al-Anāwīn al-Fiqhiyya* [Jurisprudential Titles]. Qom: Mu’assasat al-Nashr al-Islāmī. [in Arabic]
13. International Swaps and Derivatives Association & International Islamic Financial Market (2012). *Mubadalatul Arbaah* (Profit Rate Swap) Standard.
14. INJADAT, Ehab M. M. (2014). Futures and Forwards Contracts from Perspective of Islamic Law. *Journal of Economics and Political Economy*, 1 (2), 241-252.
15. International Accounting Standards Board (IASB) (2019). IFRS 9: Financial Instruments.
16. Khādīm al-Ḥusaynī Ardakānī, M., & Musaviyān, S. ‘A. (1391 SH/2012). Hendaseh-ye māli-ye asnād-e khazāneh-ye Eslāmī [Financial engineering of Islamic treasury bills]. *Eqtesād-e Eslāmī* [Islamic Economics], 12(45), 107-130. [in Persian]
17. Krueger, R. A. (2014). *Focus groups: A practical guide for applied research*. Sage publications.
18. Marāghī, M. ‘A. (1417 AH/1996). *Al-Anāwīn al-Fiqhiyya* (Vol. 2). Qom: Jāmi’at Mudarrisin. [in Arabic]
19. Ma’šūmī-Niyā, G., & Ilāhī, M. (1392 SH/2013). Emkān-sanjī-ye feqhī-ye tarh-e swāp-e nerkh-e bahreh motenāseb bā bāzār-e māli-ye Īrān [Jurisprudential feasibility of designing an interest rate swap compatible with Iran’s financial market]. *Taḥqīqāt-e Māli-ye Eslāmī* [Islamic Financial Research], 2(2), 55-86. <https://doi.org/10.30497/ifr.2013.1643> [in Persian]
20. Ma’šūmī-Niyā, G. (1397 SH/2018). *Abzār-hā-ye moshtaqq: Barrasī-ye feqhī va eqtesādī* [Derivative instruments: Jurisprudential and economic analysis]. Tehran: Research Institute for Culture and Islamic Thought. [in Persian]
21. Mishkin, F. S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Global Edition. Pearson Education Limited.
22. Mīrzā-ye Qomī, A. Q. b. M. Ḥ. (1371 AH/1951). *Jāmi’ al-Shatāt* [The Collection of Scattered Issues]. Tehran: Keyhān. [in Arabic]
23. Moḥaqqiq Dāmād, M. (1381 SH/2002). *Qawā'id-e Fiqh* [Jurisprudential Rules]. Tehran: SAMT. [in Persian]
24. Moḥaqqiq Karakī, ‘A. b. Ḥ. (1414 AH/1993). *Jāmi’ al-Maqāsid fi Sharḥ al-Qawā'id* [The Comprehensive Objectives in Explaining the Rules]. Qom: Mu’assasat Āl al-Bayt li-Ihyā’ al-Turāth. [in Arabic]

25. Moḥammadī, M., Najjārzādeh, R., Musavīyān, S. ‘A, & Ṣāliḥābādī, ‘A. (1395 SH/2016). Chārchūb-e tarh-e qarārdād-e āti va okhtiyār-e mo‘āmalah-ye sabad-e saḥām bā karkardhā-ye qarārdād-e āti va okhtiyār-e mo‘āmalah-ye shākhēs [Framework for designing futures and option contracts on a basket of stocks with the functions of index futures and index options]. *Tahqīqāt-e Mālī-ye Eslāmī* [Islamic Financial Research], 5(2), 5–38. <https://doi.org/10.30497/ifr.2016.1853> [in Persian]
26. Musavī Khomeynī, R. (1421 AH/2000). *Al-Bay* (Vols. 3–5). Tehran: Mu‘assasat-e Tanzīm va Nashr-e Āthār-e Ēmām Khomeynī. [in Arabic]
27. Musavīyān, S. ‘A, Nazarpūr, M. N., & Khazāī, A. (1389 SH/2010). Emkān-sanjī-ye feqhī-ye tarh-e asnād-e khazāneh-ye Eslāmī dar bāzār-hā-ye māli-ye Eslāmī [Jurisprudential feasibility of designing Islamic treasury bills in Islamic financial markets]. *Eqtesād-e Eslāmī* [Islamic Economics], 10(40), 87–116. [in Persian]
28. Musavīyān, S. ‘A. (1386 SH/2007). *Abzār-hā-ye māli-ye Eslāmī* [Islamic Financial Instruments]. Qom: Research Institute for Culture and Islamic Thought. [in Persian]
29. Musavīyān, S. ‘A. (1400 SH/2021). *Bankdāri-ye Eslāmī: Mabānī-ye nazārī, tajārib-e āmalī* [Islamic Banking: Theoretical Foundations and Practical Experiences]. Tehran: Monetary and Banking Research Institute. [in Persian]
30. Najafī, M. Ḥ. b. B. (1421 AH/2000). *Jawāhir al-Kalām* [Jewels of Speech]. Qom: Institute of the Encyclopedia of Islamic Jurisprudence according to the School of the Ahl al-Bayt. [in Arabic]
31. Nāīnī, M. Ḥ. (1373 AH/1953). *Munyat al-Ṭālib* [The Desire of the Seeker]. Qom: al-Maktaba al-Muḥammadiyya. [in Arabic]
32. Narāqī, M. M. b. A. (1422 AH/2001). *Mashāriq al-Aḥkām* [The Rising Places of Legal Rulings] (2nd ed.). Qom: Congress of the Narāqīs, Mulla Mahdī and Mulla Aḥmad. [in Arabic]
33. Nyumba, T. O., Wilson, K., Derrick, C. J., & Mukherjee, N. (2018). The use of focus group discussion methodology: Insights from two decades of application in conservation.
34. Securities and Exchange Organization. (1401 SH/2022). *Maṣūbāt-e Komīteh-ye Takhaṣṣuṣī-ye Fiqhī-ye Sāzmān-e Bourse va Orāq-e Bāzdār* [Resolutions of the Specialized Fiqh Committee of the Securities and Exchange Organization] (2nd ed.). Tehran: Securities and Exchange Organization. [in Persian]
35. Securities and Exchange Organization. (1402 SH/2023). *Maṣūbat-e Komīteh-ye Takhaṣṣuṣī-ye Fiqhī, jalaseh-ye shomāreh 276 morakhkhas 12/07/1402* [Resolution of the Specialized Fiqh

- Committee, Session No. 276, dated 12/07/1402]. Tehran: Securities and Exchange Organization. Retrieved from <https://rdis.seo.ir/fa/committee/committee-pub-detail/75/> [in Persian]
36. Shahīd al-Awwal, M. b. M. (n.d.). *Al-Qawā'id wa al-Fawā'id* [Rules and Benefits]. Qom: Ketābfurūshī-ye Mofīd. [in Arabic]
37. Shahīd al-Awwal, M. b. M. 'Āmilī. (1414 AH/1993). *Ghayat al-Murād fī Sharḥ Nukat al-Irshād* [The Ultimate Aim in Explaining the Subtleties of Guidance] (Vol. 2, 1st ed.). Qom: Dāftar-e Tablighāt-e Eslāmī-ye Hawzeh-ye 'Ilmiyeh-ye Qom. [in Arabic]
38. Wilson, R. (2007). Islamic finance in Europe. In M. K. Hassan & M. K. Lewis (Eds.), *Handbook of Islamic Banking*. Edward Elgar.
39. <https://islamicbankers.center/islamic-banking-islamic-contracts/in-focus-islamic-profit-rate-swap>