

تسهیم ریسک در فضای مالی؛ راهکار پیشنهادی مالی اسلامی

تألیف:

حسین عسکری

ضمیر اقبال

نورالدین کریچن

عباس میرآخور

ترجمه

دکتر محمد مهدی عسگری - دد ختر محمد سلیمانی



انتشارات
دانشگاه امام صادق علیه السلام

عنوان: تسهیم ریسک در فضای مالی: راهکار پیشنهادی مالی اسلامی
مؤلفان: حسین عسکری، ضمیر اقبال، نورالدین کریجن، عباس میراخور
مترجمان: دکتر محمدمهدی عسگری و دکتر محمد سلیمانی

ناشر: دانشگاه امام صادق علیه السلام

ویراستار ادبی: مهسا قنبری علایی

محرران و طراح جلد (یونیفرم): محمد روشنی

نمایه‌ساز و ناظر نسخه‌پردازی و چاپ: رضا دیبا

چاپ و صحافی: مجتمع چاپ و صحافی برتر

چاپ اول: ۱۳۹۶

قیمت: ۲۱۰/۰۰۰ ریال

شماره صفحات: ۱۰۰۰ نسخه

شابک ۹۷۸-۶۰۰-۲۱۴-۵-۸-۵

تهران: بزرگراه شهید چمران، پلاک ۱۱۰، انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام

صندوق پستی ۱۵۹-۱۴۶۵۵، کد پستی ۱۱۰۱۴۶۵۹۴۱، تلفکس: ۸۸۳۷۰۱۴۲

فروشگاه اینترنتی: www.ketabesadiq.ir • w. press@isu.ac.ir • E-mail:

عنوان و نام پدیدآور: تسهیم ریسک در فضای مالی: راهکار پیشنهادی مالی اسلامی / تألیف حسین

عسکری و [... دیگران]؛ ترجمه محمدمهدی عسگری و محمد سلیمانی.

مشخصات نشر: تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۹۶.

مشخصات ظاهری: ۴۱۵ص.

شابک ۹۷۸-۶۰۰-۲۱۴-۵۷۵-۸-۵

شناسه افزوده: عسکری، حسین، مؤلف

شناسه افزوده: عسکری، محمدمهدی، ۱۳۲۲- مترجم

شناسه افزوده: سلیمانی، محمد، ۱۳۶۳- مترجم

شناسه افزوده: دانشگاه امام صادق (ع)

شماره کتابشناسی ملی: ۴۶۹۲۹۷۲

تمام حقوق محفوظ است. هیچ بخشی از این کتاب بدون اجازه مکتوب ناشر قابل تکثیر یا تولید مجدد به هیچ شکلی از جمله چاپ،

فوتوکپی، انتشار الکترونیکی، فیلم و صدا و انتقال در فضای مجازی نمی‌باشد.

این اثر تحت پوشش قانون حمایت از حقوق مؤلفان و مصنفان ایران قرار دارد.

فهرست مطالب

۱۱	پیشگفتار
۲۳	بخش اول: تاریخچه و ملل بحران های مالی
۲۵	فصل اول: تاریخچه مختصر بحران های مالی و اصلاحات پیشنهاد شده
۲۷	۱. بی ثباتی ذاتی بانکداری و ماف
۳۳	۲. تعریف بحران مالی
۳۵	۳. تاریخچه بحران های مالی
۴۰	۴. آناتومی بحران های مالی
۴۱	نرخ های پایین بهره
۴۳	گسترش اعتباردهی
۴۴	افزایش قیمت دارایی ها: تورم قیمت سهام و مستغلات
۴۵	افزایش قیمت کالاها
۴۶	کسری بودجه
۴۶	کسری تراز پرداخت ها و بی ثباتی نرخ ارز
۴۹	تاریخچه بحران های مالی در سطح بین الملل
۵۰	۵. مقررات گذاری بیشتر مانع بحران های مالی نمی شود.
۵۵	۶. نقش بانک های مرکزی در بی ثباتی مالی
۵۸	۷. بی ثباتی مالی بین المللی
۶۰	۸. نتیجه گیری
۶۳	یادداشت ها

فصل دوم: مالی شدن اقتصاد و فرضیه‌های انفکاک - اتصال مجدد..... ۶۹

۱. تعریف مالی شدن اقتصاد..... ۶۹
۲. کالبدشناسی مالی شدن..... ۷۳
۳. توزیع درآمد..... ۷۹
۴. مالی شدن و سیستم پولی بین‌الملل..... ۸۳
۵. مالی شدن و فرضیه‌های انفکاک - اتصال مجدد..... ۸۴
۶. نتیجه‌گیری..... ۸۸
- یادداشت‌ها..... ۸۹

بخش دوم: تسهیم ریسک و پارادایم اسلامی..... ۹۱

فصل سوم: ناریخچه مختصری از تأمین مالی مبتنی بر ریسک..... ۹۳

۱. ساختار بنیادین الهیه اسلامی..... ۹۵
۲. سیر تاریخی تسهیم ریسک در تأمین مالی اسلامی..... ۱۰۵
۳. توسعه تأمین مالی: ارف و مدیریت ریسک..... ۱۱۴
۴. تأمین مالی اسلامی و «مارف» نام پیشرو هستند؟..... ۱۱۷
۵. نتیجه‌گیری..... ۱۲۰
- یادداشت‌ها..... ۱۲۱

فصل چهارم: تسهیم ریسک و پارادایم تأمین مالی اسلامی..... ۱۲۳

۱. نقش اوراق بهادار در تسهیم ریسک و تخصیص ریسک..... ۱۲۷
۲. تسهیم ریسک در مصرف..... ۱۳۱
۳. تعریف تسهیم ریسک در مصرف..... ۱۳۳
۴. یافته‌های تجربی در مورد تسهیم ریسک در مصرف..... ۱۳۵
۵. تأمین مالی اسلامی، تأمین مالی مبتنی بر مشارکت و تسهیم ریسک..... ۱۴۲
۶. تأمین مالی اسلامی و فرایند تطور تأمین مالی مبتنی بر مشارکت..... ۱۵۰
۷. تعادل بین دارایی‌های کوتاه‌مدت کم‌ریسک نقدشونده و دارایی‌های بلندمدت کم‌ریسک کمتر نقدشونده: رویکرد بازار سهام چالاک..... ۱۵۳
۸. نتیجه‌گیری..... ۱۵۴
- یادداشت‌ها..... ۱۵۶

فصل پنجم: تسهیم ریسک در سیستم مالی اسلام: اجزای سازنده..... ۱۵۹

۱. مشخصات کارکردی یک سیستم مالی..... ۱۶۰
۲. اجزای سازنده سیستم تأمین مالی اسلامی..... ۱۶۲
- سیستم بانکداری..... ۱۶۳

۱۷۴	ویژگی های متمایز روش اسلامی واسطه‌گری و بانکداری
۱۷۶	بازارهای سرمایه
۱۷۹	۳. بازارهای اوراق مشتق
۱۸۱	۴. بازارهای اولیه، ثانویه و بازار پول
۱۸۴	۵. نتیجه‌گیری
۱۸۵	یادداشت‌ها
۱۸۷	فصل ششم: تسهیم ریسک و بازارهای سرمایه چالاک در مالیه اسلامی
۱۹۰	۱. بازارهای سهام در تأمین مالی اسلامی
۲۰۱	۲. راز اوراق بهادار «مرتبط با دارایی»
۲۰۹	۱. نتیجه‌گیری
۲۱۵	فصل هفتم: تنوع پرتفوی و قیمت‌گذاری دارایی‌ها
۲۱۶	۱. تنوعی نوع‌بخش پرتفوی و نظام مالی اسلامی
۲۲۱	۲. قیمت‌گذاری دارایی‌ها
۲۳۰	۳. معماهای نرخ بهره و سرف هم
۲۳۵	۴. فرضیه کارایی بازارهای سهام
۲۴۱	۵. ثبات تنوع یک بازار سهام اسلامی
۲۴۶	۶. نتیجه‌گیری
۲۴۷	یادداشت‌ها
۲۵۱	فصل هشتم: نقش مکمل واسطه‌های مالی و ابزارها در تسهیم ریسک
۲۵۲	۱. سابقه
۲۶۱	۲. نقش واسطه‌های مالی در سیستم مالی مبتنی بر تسهیم ریسک
۲۶۷	۳. بازارهای مرتبط با دارایی و سهام
۲۷۲	۴. واسطه‌گری مالی اسلامی و واسطه‌گری متعارف
۲۷۵	۵. نتیجه‌گیری
۲۷۷	یادداشت‌ها
۲۷۹	بخش سوم: به سوی آینده
	فصل نهم: ارتقاء دسترسی مالی، رفاه اجتماعی و توسعه اقتصادی در سیستم مبتنی بر تسهیم
۲۸۱	ریسک
۲۸۳	۱. دسترسی مالی و موانع دسترسی
۲۸۹	۲. علت اهمیت دسترسی مالی و امکان انحراف آن
۲۹۴	۳. مداخله دولت جهت گسترش و بهبود دسترسی مالی

۲۹۵	۴. عدالت اجتماعی و اقتصادی و توسعه اقتصادی در اسلام و نقش تأمین مالی خرد
۳۰۲	۵. نقش تسهیم ریسک در گسترش دسترسی مالی
۳۰۵	۶. خلاصه و پیشنهادهای
۳۰۶	یادداشت‌ها
۳۰۷	فصل دهم: نقش نهادها و حکمرانی در تسهیم ریسک
۳۰۷	۱. مقدمه
۳۱۰	۲. اهمیت نهادها و شکل‌گیری آن‌ها
۳۱۲	۳. نهادهای اقتصادی کلیدی در اسلام
۳۱۳	۴. حقوق مالکیت
۳۱۵	۵. قراردادهای
۳۱۷	۶. اعتماد و وابستگی
۳۱۸	۷. رفتار با ر
۳۱۹	۸. توزیع و باز توزیع
۳۲۰	۹. وضعیت کنونی نهادهای
۳۲۵	۱۰. چارچوب حاکمیت شرکتی در اسلام
۳۲۶	۱۱. حقوق مالکیت
۳۲۷	۱۲. قراردادهای
۳۲۸	۱۳. اعتماد و امانت‌داری
۳۲۸	۱۴. اصول اخلاقی
۳۲۹	۱۵. شمول
۳۳۰	۱۶. ضرورت بهبود نظارت و حاکمیت
۳۳۶	۱۷. نتیجه‌گیری
۳۳۷	یادداشت‌ها
۳۳۹	فصل یازدهم: شکاف‌های بین تئوری و عمل در مالیه اسلامی
۳۴۱	۱. شکاف در نهادها، سیاست‌های کلان و اجرا
۳۵۳	۲. شکاف‌های صنعت مالی اسلامی
۳۵۴	عدم تمایل برای تقویت تأمین مالی مبتنی بر تسهیم ریسک
۳۵۷	محدودیت واسطه‌گری مالی مبتنی بر بازار
۳۶۲	سیستم مالی، معماری و زیرساخت
۳۶۶	۳. جمع‌بندی
۳۶۶	یادداشت‌ها

۳۶۷.....	فصل دوازدهم: ملاحظات پایانی
۳۸۳.....	منابع و مأخذ
۳۹۷.....	نمایه

فهرست جداول و اشکال

۲۸.....	شکل ۱-۱ شاخص متوسط صنعتی داوجونز، ۱۹۱۹-۱۹۳۹
۱۲۲.....	شکل ۱-۵ واسطه‌گری مالی اسلامی
۱۴۸.....	شکل ۱-۶ ساختار بندی اوراق مرتبط با دارایی
۱۴۹.....	جدول ۱-۱۰ ایزه ابزارهای اوراق بهادار سازی شده اسلامی و متعارف
۱۵۱.....	جدول ۱-۶ مقایسه بین سهام عادی و اوراق مرتبط با دارایی
۱۵۶.....	شکل ۱-۷ رز و حین و ایلانس
۱۵۲.....	شکل ۲-۷ بازدهی -۱-۱۰ شک انتظار در وضعیت دارایی های بدون ریسک و یک پرتوی پرتیسک
۱۶۲.....	شکل ۳-۷ خط بازار سرمایه و فرست های گسترش یافته
۱۶۳.....	شکل ۴-۷ خط بازار سرمایه و وجوه رایی دارای ضریب بتای صفر (کوواریانس صفر با بازار)
۱۶۶.....	شکل ۵-۷ مجموعه فرصت های سرمایه گذاری تنوع بخشی شده
۱۷۷.....	شکل ۶-۷ شاخص های سهام و نری های در آمریکا، انگلیس و ژاپن، طی دوره ۱۹۹۰-۲۰۰۹
۲۲۷.....	جدول ۱-۱۰ جایگاه نهادها و چارچوب های حق قمر سیستم های مالی
۲۳۵.....	جدول ۲-۱۰ خلاصه نتایج شاخص اسلامیت (۱) برای گروه های کشورها
۲۳۷.....	جدول ۳-۱۰ شاخص قدرت حقوق قانونی: اخذ اعتبار
۲۳۷.....	جدول ۴-۱۰ شاخص میزان افشا: حمایت از سرمایه گذاران
۲۳۷.....	جدول ۵-۱۰ شاخص میزان حمایت از سرمایه گذار: حمایت از سرمایه گذاران
۲۴۳.....	جدول ۶-۱۰ ادارات اعتبار عمومی و دفاتر اعتبار خصوصی در ۱۹۹۸
۲۴۴.....	جدول ۷-۱۰ شاخص عمق اطلاعات اعتباری: اخذ اعتبار
۲۵۰.....	جدول ۱۱-۱ «شاخص اسلامیت» کشورهای مختلف
۲۵۹.....	جدول ۱۱-۲ برخی پیشنهاد های ارائه شده جهت تقویت صنعت مالی اسلامی
۲۶۱.....	شکل ۱۱-۱ ترکیب دارایی های بانک های اسلامی مختلف به تفکیک کشورها
۲۶۵.....	جدول ۱۱-۳ ارزیابی کارکردهای بازارهای مالی اسلامی

پیشگفتار

بحران مالی سال ۲۰۰۷ که از آنجا شروع شد و سریعاً بسیاری از کشورهای صنعتی پیشرفته را تحت تأثیر قرار داد، ارزش شک یکی از خطرناک‌ترین بحران‌های اقتصادی و مالی از زمان رکود بزرگ در دهه ۱۹۳۰ را دارد. شدت این بحران، در مقایسه با بحران‌های معمولی که تقریباً در حدود هر ده سال یک‌بار رخ می‌دهد؛ مباحثات و مجادلات بیشتری را برانگیخت؛ و برخی شخصیت‌های دانشگاهی، متخصصان و سیاستمداران اصلاحات جزئی را کافی ندانسته و نسبت به ثبات‌یادین سیستم مالی متعارف مدرن انتقاداتی مطرح کردند.

دلایل بسیاری برای این بحران مالی مطرح شده است:

- مقررات‌زدایی متهورانه و در حجم وسیع
- نظارت ناکافی و شکست در نظارت‌ها
- نهادهای مالی مقررات‌گذاری نشده و خارج از شمول نظارت
- سطح ناکافی سرمایه
- وجود و تداوم نرخ‌های بهره پایین
- ریسک‌پذیری فزاینده
- ظهور یک بخش بانکداری موازی (بازار موافقت‌نامه‌های بازخريد)^۱

- نوآوری‌های مالی متعدد و در عین حال کنترل نشده (مشتقات)
- حسابداری بر مبنای بازار^۱
- ادغام در بخش مالی و ظهور مؤسساتی که تصور می‌شد «بزرگ‌تر از آن هستند که ورشکست شوند»
- ضعف مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار و به‌طور خاص تراحم منافع در عملیات این مؤسسات

• پذیرش بیش از حد بدهی و استفاده از اهرم

• افزایش تحرک و جابه‌جایی سرمایه در سطح بین‌الملل و بحران بصر، تقلب و تأمین مالی پونزی

لیست علل - عوامل بحران طولانی است و می‌تواند طولانی‌تر از این نیز باشد. بسته به اینکه کدامیک از موارد فوق به‌عنوان متهم (یا متهمان) بحران در نظر گرفته شود، توصیه‌های متنوعی برای انجام اقدامات اصلاحی مطرح می‌شود. همان‌طور که انتظار می‌رفت، اقدامات اصلاحی فزاینده‌تر از ترمیم عادی سیستم مالی موجود بوده است: سطوح بالاتر سرمایه، تجزیه نهادهای مالی، مقررات‌گذاری مجدد برای لحاظ کردن همه مؤسسات مالی، اقداماتی برای محدود کردن پذیرش ریسک و افزایش شفافیت و... البته تشخیص اینکه هر یک از این تغییرات چگونه احتمال رخ دادن بحران‌های مالی آینده را کاهش می‌دهد، بسیار دشوار است. به‌عنوان مثال الزامات سرمایه‌ای بالاتر، وام‌دهی بانک‌ها، خلق پول و استفاده از اهرم را کاهش می‌دهد اما باید توجه داشت که همواره این احتمال وجود دارد که وام‌های بد، سرمایه بانک‌ها را بی‌اثر کنند. به نحو مشابه محدود کردن اندازه مؤسسات مالی ریسک سیستمیک و نیاز به طرح‌های نجات^۲ جهت خروج از بحران را محدود می‌کند و نه حذف. افزایش شفافیت در بسته‌بندی، قیمت‌گذاری و تسویه مشتقات، اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران در مورد قیمت‌گذاری را افزایش داده و ریسک سیستماتیک را کاهش می‌دهد و البته این ریسک را از بین نمی‌برد. برای سایر موارد نیز چنین استدلال‌هایی وجود دارد.

سیستم بانکداری متعارف یک سیستم بانکداری مبتنی بر ذخیره جزئی^۳ است که

1. Mark to Market

2. Bailout

3. Fractional Reserve Banking System

عمدتاً بر تأمین مالی مبتنی بر بدهی اتکا دارد و به سبب ماهیت و ساختارش خلق پول کرده و استفاده از اهرم را تشویق می‌کند. ریسک موجود در این چنین سیستمی در آن است که خلق پول و بدهی و نیز استفاده از اهرم به صورت فزاینده و افراطی صورت پذیرد. عوامل حفاظتی از جمله طرح‌های تضمین سپرده - به عنوان مثال شرکت بیمه سپرده فدرال در آمریکا - و طبقه‌بندی برخی بانک‌ها به عنوان «بانک‌هایی که بسیار بزرگ‌تر از آن هستند که ورشکست شوند»، سوبسیدهای ضمنی دولتی هستند که هزینه‌های تأمین وجوه را کاهش داده و با تشویق قیمت‌گذاری غلط و پذیرش بیش از حد ریسک توسط مؤسسات مالی، سبب به وجود آمدن مخاطرات اخلاقی می‌شوند. قیمت‌گذاری غلط وام‌ها و پذیرش بیش از حد ریسک به نوبه خود نقدشوندگی و توانگری (عدم اطمینان) نهادهای مالی را تهدید می‌کند. ریسک‌های سیستمیک (مثل پیوندها و ارتباطات متقابل نهادهای مالی) که ذاتی این سیستم است و همچنین برتری نهادهایی که «بسیار بزرگ‌تر از آن هستند که ورشکست شوند»، زمینه‌ساز بی‌ثباتی مالی شده و کل بخش مالی را تهدید واقعی می‌کند. برای تقویت ثبات مالی، لازم است نهادهای تنظیم‌گر و مقررات‌گذار، سیاست‌ها و اقداماتی را اتخاذ کنند که مخاطرات اخلاقی، خلق فزاینده بدهی و استفاده بیش از حد از اهرم را از بین ببرد.

یکی از راه‌های اطمینان از ثبات سیستم مالی، حذف کل ریسک دارایی - بدهی (تعهدات) است که توانگری نهادهای مالی از جمله بانک‌های تجاری را تهدید می‌کند. این امر می‌طلبد که بانک‌های تجاری فعالیت‌های خود را به دو مورد محدود کنند: (۱) پذیرش سپرده به عنوان امانت نقدی و (۲) سرمایه‌گذاری به نفع مشتریان مشابه یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک. بانک سپرده‌ها را به عنوان ردیف مشابه آنچه در سیستم ذخیره قانونی ۱۰۰ درصدی رخ می‌دهد می‌پذیرد و کارمزدی برای ارائه این خدمت و فراهم کردن خدمات استفاده از چک دریافت می‌کند. علاوه بر این، بانک با توجه به ظرفیت‌های واسطه‌گری خود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری را شناسایی و تحلیل کرده و آن‌ها را به مشتریان خود ارائه می‌کند و برای این کار مشابه بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه) متعارف، کارمزد دریافت می‌کنند. بانک هیچگونه ریسک دارایی - بدهی را در ترازنامه خود متقبل نمی‌شود؛ بلکه سودها یا ضرر مستقیماً به مشتریان سرمایه‌گذار منتقل می‌شود. البته بانک نیز می‌تواند هم‌زمان مثل مشتریانش

سرمایه خود را در پروژه‌های سرمایه‌گذاری به کار گیرد. در این حالت هیچ‌گونه ریسک دارایی - بدهی متوجه بانک نیست؛ به‌جز ضرر احتمالی از دست دادن بخشی از سرمایه؛ که این ضرر هم توانگری بانک را به خطر نمی‌اندازد.

به عبارت دیگر، در این نوع از سیستم مالی، هیچ‌گونه تأمین مالی مبتنی بر بدهی توسط نهادها انجام نمی‌شود و فقط تأمین مالی مبتنی بر مشارکت^۱ صورت می‌گیرد و لذا انتقال ریسک وجود ندارد بلکه تسهیم ریسک صورت می‌گیرد. در این سیستم برخلاف آنچه در سیستم ذخیره جزئی صورت می‌گیرد؛ بانک‌ها دیگر خلق پول نمی‌کنند. نهادهای مالی نقش سستی خود را به‌عنوان واسطه بین پساندازکنندگان و سرمایه‌داران انجام می‌دهند؛ البته بدون ایجاد بدهی در ترازنامه‌های خود، بدون استفاده از اهرم و - در پرتخت نرخ بهره اجباری از پیش تعیین‌شده.

طرح پیشنهادی مطرح شده در بالا جدید نیست. سیستم مالی با این مشخصات یا مشخصاتی شبیه به این در طول تاریخ ثبت شده و به کار گرفته شده است (به فصل سوم نگاه کنید). اخیراً نیز چنین رویکردی در «برنامه شیکاگو»^۲ توصیه شده بود. این برنامه در یادداشتی که در سال ۱۹۳۳^۳ توسط جمعی از اساتید مشهور دانشگاه شیکاگو از جمله هنری سیمونز^۴، فرانک نایت^۵، اروند دایرکتور^۶، گارفیلد کاکس^۷، لویید مینتس^۸، هنری شولتز^۹، پل داگلاس^{۱۰} و ای جی هارت^{۱۱} نوشته شده بود؛ مطرح شد. این برنامه موکداً توسط ایروینگ فیشر^{۱۲} استاد مشهور دانشگاه یال^{۱۳} در کتابی با عنوان پول ۱۰۰ درصد^{۱۴} تأیید و حمایت شد. برنامه شیکاگو با توجه به این متغیرهای اساسی پولی عامل بحران‌های مالی بزرگ در سال‌های ۱۸۳۷، ۱۸۷۳، ۱۹۰۷ و ۱۹۲۹ - ۳۴ بوده؛ خواستار انحصار چاپ پول به دولت و ممنوعیت بانک‌ها از خلق هر نوع پول یا شبه‌پول^{۱۵} از طریق در نظر گرفتن یک ذخیره ۱۰۰ درصدی برای - پرداخت‌های جاری بود.

-
1. Equity Financing
 2. Chicago Plan
 3. Henry Simons
 4. Frank Knight.
 5. Aaron Director
 6. Garfield Cox
 7. Lloyd Mints
 8. Henry Schultz
 9. Paul Douglas
 10. A.G. Hart.
 11. Irving Fisher
 12. Yale University
 13. 100% Money
 14. Near Money

بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌بایست نقش واسطه بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران را ایفا کرده و صرفاً به‌عنوان یک نهاد واسطه‌ای عمل کنند. از این‌رو تحت چنین سیستمی، هرم اعتباری معکوس^۱، طرح‌ها و نهادهای مالی با درجه اهرم بالا (مثل صندوق‌های پوشش ریسک^۲) و پولی کردن^۳ ابزارهای اعتباری (به‌عنوان مثال اوراق بهادارسازی) حذف می‌شوند. ضریب فزاینده اعتبار نیز بسیار کوچک‌تر بوده و به‌وسیله نرخ پس‌انداز (و نه نرخ ذخایر) تعیین می‌شود.

همان‌طور که اروینگ فیشر بیان می‌کند: «ماهیت یک برنامه [ذخیره] ۱۰۰ درصدی، مستقل از آن پول از وام‌ها است؛ بدان معنا که فرایند خلق و امحاء پول از کسب و کار بانکداری جدا شود. نتیجه ضمنی این کار ایمن‌تر و سودآورتر شدن بانکداری است؛ اما نتیجه به‌مراتب مهم‌تر این کار، جلوگیری از رونق‌ها و رکودهای بزرگ از طریق پایان دادن به افزایش‌ها و کاهش‌های مزمن سطح عمومی قیمت‌ها است. این رکود و رونق‌ها همواره بزرگ‌ترین آسیب اقتصادی کشورها و مردم بوده و تا حد زیادی از صنعت بانکداری نشأت گرفته است.»^۴ بنا به گفته فیشر خلق پول وابسته به هم‌زمانی دو تمایل (تمایل قرض‌دهنده برای قرض دادن و تمایل بانک‌ها برای وام‌دادن) است. کینز این هم‌زمانی دوگانه خواسته‌ها را به‌عنوان منبع نه‌کانات بزرگ در وسیله انتقال قدرت خرید ذکر می‌کند. چرا؟ در زمان رکود، قرض‌دهندگان بیش از اندازه بدهکار بوده و چشم‌انداز سود محدودی دارند و در نتیجه تمایل کمتری برای قرض‌دادن دارند؛ بانک‌ها نیز دارایی‌های معیوب^۵ را تحمل می‌کنند و تمایل کمتری برای وام دادن دارند. این دو عامل همراه با یکدیگر موجب انقباض پول شد، که نوبه خود سیکل اقتصادی رکودی را تشدید می‌کند. اروینگ فیشر در این زمینه می‌گوید: «من به این باور رسیده‌ام که آن برنامه بهترین طرح پیشنهادی است که تاکنون به وسیله من سریع و دائم مشکل رکود ارائه شده، زیرا علت اصلی رکود و رونق را از بین می‌برد.»

بعد از چند دهه از مطرح شدن برنامه شیکاگو، لورنس کوتلیکوف (۲۰۱۰)^۶ طرحی پیشنهادی بسیار شبیه به برنامه شیکاگو ارائه کرد که نام آن را «بانکداری با هدف

1. Inverted Credit Pyramid
2. Hedge Fund
3. Monetization
4. Impaired Asset
5. Laurence Kotlikoff

محدود^۱ (LPB) گذاشته است. هنری و کوتلیکوف در مورد رویکرد کوتلیکوف در مجله فوربز (۲۰۱۰) بیان می‌کنند:

«در صورتی که ما به‌صورت جدی به دنبال ایجاد ثبات سیستم مالی خود باشیم، یک راه‌حل سهل‌الوصول وجود دارد: بانکداری با هدف محدود (LPB). در LPB تمام واسطه‌های مالی با مسئولیت محدود به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تبدیل می‌شوند. در LPB یک نهاد مقررات‌گذاری واحد - سازمان مالی فدرال^۲ - رتبه‌بندی مستقل، تأیید، کنترل و افشا کامل اطلاعات تمامی اوراق بهاداری که توسط صندوق‌های مشترک نگهداری می‌شوند را بر عهده دارد. توجه داشته باشیم که با افزایش رقابت و شفافیت، هم‌های دروغین^۳، حیل‌های خارج از ترازنامه^۴ و دارایی‌های سمی^۵ همه از بین خواهند رفت. LPB بخش مالی اجازه می‌دهد تا آنچه واقعاً نیاز است (یعنی ارتباط دادن وام‌دهندگان با وام‌گیرندگان و پس‌اندازکنندگان با سرمایه‌گذاران) را انجام دهد. وظیفه بخش مالی برپایه مالیات‌دهندگان به کازینو و جذب منفعت برای خود نیست.»

دلایل متعددی وجود دارد که چرا اقداماتی اصلاحی از این دست یا شبیه به آن تا قبل از فاجعه مالی اخیر، وارد جریان مالی و سیاسی غالب^۶ نشده است. برای آغازکنندگان این راه، این کار دشمنی با بخش مالی قدرتمند تلقی می‌شد. لابی بخش مالی ایالات متحده در مقابل اصلاحات مالی بنیادین به‌خوبی ثبت شده و منافع این کار برای آنان مشخص است. از آغاز دهه ۱۹۷۰، بخش مالی نسبت به بخش واقعی از حیث سهم تولید ناخالص داخلی (GDP)، سودهای سرکشی و حقوق و مزایا پیشی گرفت. بخش مالی به‌آسانی از فعالیت‌ها و ابزارهایی که اجازه کسب این موقعیت غالب و انباشت چنین منافعی را به آن می‌دهد، دست نخواهد کشید^۷. زمانی که انتقال ریسک با اهرم بالا همراه شد، افزایش قراردادهای بدهی مبتنی بر بهره و استراتژی مالی محض^۸ - منظور مشتقاتی است که با دارایی‌های واقعی ارتباطی ندارند یا ارتباط کمی دارند - از رشد بخش واقعی پیشی گرفت و تعهداتی را در اقتصاد باقی گذاشت که ایفای آن‌ها نیازمند حجم وسیعی از دارایی‌های واقعی است. در این حالت تأمین مالی دیگر لنگر و

1. Limited Purpose Banking
2. Federal Financial Authority
3. Liar Loans
4. Off - Balance Sheet Gimmickry
5. Toxic Asset
6. Political and Financial Mainstream
7. Pure Financial Derivatives

مهارکننده بخش واقعی نیست. این پدیده به «انفکای بخش مالی»^۱ یا «مالی سازی»^۲ شهرت یافت.

دومین مسئله مهم و رایج، اثر «مفروض گرفته شده» کاهش معنادار و یا حذف تأمین مالی مبتنی بر بدهی بر رشد اقتصادی و رفاه است. اگرچه اکثر محققان نقش مهمی را برای انفجار بدهی و استفاده از اهرم در به وجود آوردن بحران‌های مالی قائل هستند؛ هم‌زمان برخی از محققان بیان می‌کنند که کاهش تأمین مالی مبتنی بر بدهی و خلق پول توسط بانک‌ها، رشد اقتصادی را کاهش می‌دهد؛ چه رسد به حذف آن که [از نظر این محققان] آثار منفی فراتری خواهد داشت. این یک موضوع تحقیق است که ارزش نخبین زدن دقیق تجربی را دارد: چگونه می‌توان رشد در یک دوره طولانی در رژیم‌های مختلف را با یکدیگر مقایسه نمود؟ و مزایا و هزینه‌های اجتماعی مربوطه در هر یک از رژیم‌ها چیست؟ بوده است؟ در حالی که بسیاری از افراد بدون بررسی دقیق این گفته‌ها را تصدیق می‌کنند، [نویسندگان کتاب] نسبت به این موضوع اطمینان نداریم که دوره‌های رونق و رکود نسبت به رشد یکنواخت^۳ برتری دارد. به نظر ما، بسیاری از اثرات مفروض تأمین مالی در طور قریب به سی سال اخیر (که با رشد سهم بخش مالی در اقتصاد نمایان شده است) و نیز اثرات تأمین مالی مبتنی بر بدهی و اهرم سرایی بیش نبوده است. در یک سیستم مالی مبتنی بر مشارکت (تسهیم ریسک)، تقاضای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تا زمانی که رفتار مالیاتی در مورد دارایی و بدهی یکسان باشد؛ شبیه سیستم مالی متعارف خواهد بود. این نتیجه به آسانی از قضیه مودیگلیانی - میلر^۴ قابل استخراج است. تقاضای دولت نیز تا زمانی که بازارهای سرمایه اجازه تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری دولت را از طریق تأمین مالی مبتنی بر مشارکت بدهد (نگاه کنید به فصل ۷)؛ شبیه سیستم مالی متعارف خواهد بود. تنها تفاوت در تقاضای مصرف‌کننده ظاهر می‌شود. در یک سیستم مبتنی بر مشارکت، کاهش نااطمینانی و ریسک نیز، محرک رشد اقتصادی خواهد بود و منافع اجتماعی یک سیستم مبتنی بر مشارکت ممکن است کاهش در تولید اقتصاد را (در صورت وجود) کم‌اهمیت‌تر نشان دهد. این منافع اجتماعی به دو شکل ظاهر می‌شوند: در یک سیستم

1. Financial Decoupling

2. Financialization

3. Steady Growth

4. Modigliani - Miller Theorem

مبتنی بر مشارکت تعامل بیشتری بین سرمایه‌گذاران و کارآفرینان صورت می‌گیرد و لذا طرفین به یکدیگر نزدیک‌تر می‌شوند. رشد پایدار اقتصادی و رشد اشتغال، به نحو مشهودی موجب از بین رفتن ناآرامی‌های اجتماعی و کاهش فشار بر خانوارهای بیکاران می‌شود. علاوه بر این هر نوع مقایسه بین این سیستم‌ها، می‌بایست همه‌جانبه و جمعیتی باشد بدان معنا که بر مبنای یک دوره طولانی صورت پذیرد.

سومین دلیل برای عدم اجرای اصلاحات بنیادین آن است که سیاستمداران به خاطر ماهیت و سرشت نتیجه‌گرایشان^۱ همواره گوشه‌چشمی به انتخابات بعدی دارند. آن‌ها همواره اصلاحات بنیادین و کلان را تا زمانی که راه‌حل دیگری داشته باشند به تعویق می‌اندازند. در بسیاری از موارد اصلاحات بنیادین در نهایت اجرا خواهد شد اما با هزینه‌های بیشتر از زمانی که راه‌حل آسان‌تری وجود نداشته و جایی برای بیشتر طفره رفتن وجود نداشته باشد. از یک منظر واقع‌گرایانه ممکن است قبل از آنکه سیاستمداران و مقرران، اقدام به انجام اصلاحات بنیادین احساس نیاز کنند؛ چند کشمکش دیگر ناشی از بی‌ثباتی اقتصادی را تجربه کنیم و حتی ممکن است شاهد فروپاشی کامل سیستم مالی باشیم. بالا، نمونه‌ای از مجموعه‌ای از اصلاحات گسترده مالی را در ژوئیه ۲۰۱۰ اتخاذ کرد (قانون حمایت از مصرف‌کننده و اصلاحات وال‌استریت داد - فرانک)^۲ اما محتوای این قانون حتی به موضوعات اساسی که موجبات بی‌ثباتی مالی را فراهم کرده بودند؛ نزدیک نشده است.

هنری و کوتلیکوف قانون داد - فرانک را مورد پرسش قرار داده و دلایل خود مبنی بر اینکه اصلاحات بنیادین هنوز مغفول مانده است را چنین بیان کرده‌اند:

«این نوع سرمایه‌داری کابویی^۳ در صورت تداوم به‌شدت خطرناک خواهد بود. داد - فرانک دقیقاً این نوع سرمایه‌داری را پیاده می‌کند و فقط عنوان سردرات‌گذار و تنظیم‌گر را بیشتر کرده است. در مقابل LPB می‌تواند پایانی برای قماربازی وال‌استریت به هزینه مالیات‌دهندگان باشد؛ زیرا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در عمل بانک‌های کوچک با الزامات سرمایه‌ای ۱۰۰ درصد در تمام شرایط می‌باشند و لذا هیچ‌وقت با ورشکستگی روبرو نمی‌شوند و شرکت‌های تحت تملک آن‌ها نیز از این

1. Incrementalist

2. Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

3. Cowboy Capitalism

خطر مصون هستند. تحت LPB بحران‌های مالی و ضررهای فراوان وارده از جانب آن‌ها بر کل اقتصاد (اقتصاد جهان) پدیده‌ای مربوط به تاریخ گذشته خواهد بود. البته با اجرای LPB بازندگانی نیز وجود خواهد داشت. برخی مدیران اجرایی وال‌استریت ممکن است به دنبال یافتن شغل در بانک‌های لاس‌وگاس یا بانک‌های خارجی بروند. برخی از دلالتان سیاسی^۱، وکلا، تحلیل‌گران اعتبار و حسابداران نیز لازم است به دنبال یافتن مشاغل بهتری بروند. برخی از سیاستمداران نیز ممکن است از بخش واقعی اقتصاد کمک بیشتری را طلب کنند. افسوس که داد - فرانک هیچ شباهتی با بانکداری با هدف محدود ندارد؛ اما قوانین بد همواره دوام نخواهند داشت و ممکن است این قوانین بد، مشخص کردن کارهایی که نباید انجام دهیم، ما را به سمت LPB رهنمون شوند؛ البته اگر شانس، بانی مانده باشد».

هرچند برآمده شیکاگو یا LPB دو رویکردی است که ممکن است برای حذف رکودها و رونق‌های بی‌پایان به کار گرفته شود؛ اما اسلام قرن‌ها پیش از این، یک سیستم مالی را مطرح نموده که بر تأمین مالی مبتنی بر مشارکت (تسهیم ریسک) تأکید داشته و تأمین مالی از طریق بدهی و پرداختن بای بهره‌ای مربوط به آن و ریسک‌هایی که همراه با خلق بدهی‌های سنگین و استفاده از اهرام باشد را ممنوع کرده است. این سیستم اساساً یک سیستم بانکداری دولایه‌ای^۲ است: یک بخش سپرده‌ها را به‌عنوان امانت نقدی مدیریت می‌کند و بخش دیگر تا حاد ز دی، شباه یک بانک سرمایه‌گذاری عمل می‌کند. بانک‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه، سرمایه‌گذاران و نیز سرمایه خودشان مستقیماً در پروژه‌های واقعی سرمایه‌گذاری می‌کنند و مستقیماً در ریسک‌های پروژه سهام می‌شوند. آن‌ها در هر یک از بخش‌های اقتصاد به‌صورت مستقیم سرمایه‌گذاری می‌کنند (به‌جز فعالیت‌های ممنوعه مثل قماربازی و تولیدات الکلی). توجه به نقش محوری تسهیم ریسک در این سیستم مالی، وجود بازارهای سرمایه‌ریا و چابک برای چنین نهادهایی ضروری است؛ تا این نهادها بتوانند نقش محوری خود را به‌عنوان واسطه‌های مالی به‌گونه‌ای که در مالیه اسلامی مطرح شده؛ ایفا کنند.

اگرچه مالیه اسلامی قدمت تاریخی بالایی دارد؛ اما تا حدود زیادی تا دهه ۱۹۷۰ مغفول بود. در این دهه مسلمانان شروع به کشف مجدد میراث خود نمودند و در نتیجه

1. Lobbyist

2. Two - Tiered Banking System

مالیه اسلامی مجدداً حیاتی تازه یافت. در نتیجه آنچه امروزه به صورت متداولی به عنوان مالیه اسلامی شناخته می شود با سرعت در طول سه دهه گذشته رشد یافت. نهادهای مالی اسلامی در کشورهای مسلمان و غیرمسلمان تأسیس شد و بانک های متعارف نیز آن را پذیرفتند. در برخی از کشورهای مسلمان و غیرمسلمان سیستم حقوقی تعدیل شد تا پذیرای مالیه اسلامی باشد و امکان رقابت بیشتر با مالیه متعارف را داشته باشد.

در حالی که برخی نماگرها حاکی از رشد سریع استفاده از مالیه اسلامی است؛ از نظر ما بخش عمده این رشد تصنعی و غیرواقعی بوده است. دو عامل، پیشرفت های بنیادین بسیار در راه اندازی سیستم مالی اسلامی را در کشورها و مناطق مختلف محدود می کند. اول، اینکه برای آنکه محصولات مالی اسلامی سودآور باشد، عمده تلاش ها به سرعت به ایجاد فروش ابزارهای سودآور متمرکز شده است. نهادهای مالی هیئت علمای دینی^۱ سود را به کار می گیرند تا محصولات مالی که برای بازاریابی مسلمانان خلق می کنند را مطابق با شرع^۲ تشخیص دهند! متأسفانه در مسابقه تولید پول، ممکن است استفاده از راه های غیر ربح عدول از الزامات اساسی اسلامی تسهیم ریسک و حرمت نرخ بهره از قبل تعیین شده شود. دوم اینکه در مسابقه خلق ابزارهای مالی مطابق با شرع و کسب سودهای شایسته، تلاش اندکی در جهت توسعه یک سیستم جامع تأمین مالی اسلامی که امکان رقابت با سیستم متعارف را داشته باشد صورت می گیرد. هیچ کشوری - شاید بتوان تا حدودی مالزی را استثنا نمود - تا الآن برای راه اندازی یک سیستم جامع مالی اسلامی تلاشی نداشته است؛ چه برسد به اینکه در این راه موفق باشد. تنها تفاوت بین کشورها چه کشورهای مسلمان و چه غیرمسلمان، در حجم معامله ابزارهای مالی مطابق با شرع (که البته در مورد شرع بین آنها تشکیک هایی نیز وجود دارد) است.

یکی از اهداف این کتاب مشارکت هرچند اندک در شکل گیری توسعه اجزای یک سیستم مالی کامل اسلامی و ارائه تفصیلی کاربردهای آن به عنوان یک سیستم جامع برای تمامی کشورها و مناطق است. در این فرایند امیدواریم که بتوانیم ویژگی ها، کاربردها و مزایای یک سیستم تسهیم ریسک جامع را برای رفاه و سعادت اجتماعی و اقتصادی بلندمدت بیان کنیم. در بخش یک، نگاهی کوتاه به تاریخچه بحران های مالی و

روش‌های حداقل کردن آثار آن می‌اندازیم. در بخش دوم تاریخچه تأمین مالی مبتنی بر تسهیم ریسک، پارادایم مالیه اسلامی و نقش بازارهای مالی چابک و پویا را بررسی می‌کنیم. سپس با نگاهی وسیع‌تر این مسئله را بررسی می‌کنیم که چگونه بازارهای پول و بازارهای سرمایه تسهیم ریسک را بهبود می‌بخشد و در پایان بخش به نحوه اثرگذاری تسهیم ریسک بر توسعه اقتصادی اشاره می‌کنیم. در بخش سوم، به آینده می‌پردازیم و عناصر ضروری برای راه‌اندازی سیستم مالی اسلامی در یک کشور را ارزیابی می‌کنیم. در نهایت، با داشتن گوشه چشمی به آینده، توصیه‌های پایانی خود را ارائه خواهیم کرد.

یادداشت

۱. افزایش چشم‌گیر باردهی بخش کم‌اعتبار (Subprime) و حباب بخش مسکن که به تبع آن رخ داد؛ ممکن است نابری درآمد ثروت در ایالات متحده که از اواسط دهه ۷۰ میلادی رو به تزاید است را پنهان کرده باشد. حباب بخش مسکن با افزایش مالکیت خانه و ارائه وام به شرط وثیقه‌گذاری مسکن همراه بود که به نوبه خود صاحبان خانه‌ها را قادر ساخت تا بدون افزایش درآمد قابل تصرف، مصرف بیشتر داشته باشند.