Bi-quarterly Journal Islamic Finance Researches, Vol. 7, No. 2 (Serial 14) Spring & Summer 2018

Investigating the Causes of Non-Acceptance and Innovation Diffusion in Islamic Financial Instruments in Iran's Capital Market

Meysam Bayat[*]
Mohammad Talebi[**]
Hamed Ghoddoosi[***]

Received: 05/08/2016
Accepted: 08/01/2017

Abstract

In this paper, after a quick review of a summary of the financial innovation diffusion literature, with an emphasis on modern Islamic financial instruments, we address the process of Islamic financial innovation diffusion in Iran's capital market, as well as focusing on the categorization of the barriers of promotion and diffusion of modern Islamic financial instruments with providing some relevant examples. Then, according to the literature of adopting innovations and the author's practical experiences, we examine how to consider the Islamic Jurisprudence and Sharia viewpoint on the structure, components, and effects of a new financial instrument in the capital market. In this paper, we have emphasized the local design or institutional approach in Islamic financial innovations which is paid less attention by Islamic financial scholars and financial operations managers. The presented approach has some differences from the current Sharia Compliance approach in Iran's Islamic capital market, although it may include methods of eliminating jurisprudential contradictions in conventional financial instruments.

Keywords

Financial Innovations, Promotion and Acceptance of Innovation, Native Design Approach, Adaptive Approach to Sharia.

JEL Classification: G18, G24, G32.

Archive of SID

[*] Ph.D. Student of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author), m.bayat@isu.ac.ir

[**] Assistant Professor of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, , Tehran, Iran, talebi@isu.ac.ir

[***] Assistant Professor at Stevens Institute of Technology, New Jersey, USA hghoddus@stevenes.edu

www.SID.ir

دو فصلنامه علمی- پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال هفتم، شماره دوم (پیاپی ١٤)، بهار و تابستان ١٣٩٧، صص ٢٧٧- ٣٠٨

بررسی علل عدم پذیرش و نشر نوآوری در ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران

میثم بیات*
محمد طالبی**
حامد قدوسی***

تاریخ دریافت: ١٣٩٥/٠٥/١٥ تاریخ پذیرش: ١٣٩٥/١٠/١٩
مقاله برای اصلاح به مدت ٤٧ روز نزد نویسنده(گان) بوده است.

چکیده

این مقاله پس از بررسی خلاصه‌ای از ادبیات ترویج و اشاعه نوآوری‌های مالی، با تأکید بر ابزارهای نوین مالی اسلامی، به روند انتشار نوآوری‌های مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران می‌پردازد و پس از تمرکز بر دسته‌بندی موانع ترویج و اشاعه ابزارهای نوین مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران و ارائه برخی مصادیق مربوطه، براساس ادبیات موضوع پذیرش نوآوری‌ها، تجربیات میدانی نگارنده، نحوه در نظر گرفتن رویکرد فقهی و نظرگاه شریعت در مورد ساختار، اجزاء و اثرات یک ابزار مالی نوین در بازار سرمایه را بررسی می‌کند. در این مقاله بر رویکرد طراحی بومی (تأسیسی) در نوآوری‌های مالی اسلامی که کمتر مورد توجه دانشمندان و مدیران عملیاتی مالی اسلامی در ایران بوده است، تأکید شود. این رویکرد، تفاوت‌هایی با رویکرد رایج تطابق با شریعت در بازار سرمایه اسلامی ایران دارد، هر چند رفع تعارض فقهی ابزارهای مالی متعارف هم می‌تواند بخشی از این رویکرد باشد.

واژگان کلیدی

نوآوری‌های مالی، اشاعه و پذیرش نوآوری، رویکرد طراحی بومی، رویکرد تطابق با شریعت.

طبقه‌بندی JEL: G32, G24, G18.

* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران (نویسنده مسئول) m.bayat@isu.ac.ir

** استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران talebi@isu.ac.ir

*** استادیار مؤسسه فناوری استیونس، نیوجرزی، آمریکا hghoddus@stevenes.edu

Archive of SID

www.SID.ir

مقدمه

علی‌رغم اینکه نوآوری مالی به معنی ابداع و کاربردی کردن ابزاری جدید است که رافع نیازهای تأمین مالی، سرمایه‌گذاری یا پوشش ریسک شرکت‌ها باشد ولی در ایران، نوآوری مالی در بازارهای پول و سرمایه در اغلب موارد برداشتی از الگوی طراحی ابزارهای نوین مالی صورت گرفته در ۳۰ یا ٤٠ سال اخیر در کشورهای توسعه‌یافته یا نوظهور بدون توجه به نیازهای واقعی اقتصادی کشور، شرکت‌ها و بازارهای مالی بوده است، این در حالی است که ابداع ابزارهای مالی در بازارهای توسعه‌یافته در پی وقوع برخی نیازهای مالی، برخی موانع موجود بر سر راه شرکت‌ها، اقتصاد اطلاعات و کاهش مخاطرات اخلاقی و نیز ترتیبات خاص تأمین مالی شرکتی بوده است که ابزار موردنظر هم برای رفع آنها ایجاد شده است؛ اما در ایران معدود ابزارهایی را می‌توان احصا نمود که با این رویکرد رفع نیازهای واقعی پا در عرصه بازارهای مالی نهاده باشند و در اکثر موارد پس از شناسایی و درخور نیاز بودن یک ابزار مالی در بازار مالی جهانی یا بازارهای مالی اسلامی، ابزار مالی موردنظر پس از رفع تعارض فقهی در کمیته‌های فقهی و شریعت، گام در عرصه بازار مالی ایران نهاده است.

از سوی دیگر، زمانی می‌توان ادعا نمود که نظام مالی اسلامی در کشور وجود دارد که این نظام مالی اسلامی بتواند به اشاعه ابزارهای مالی نوین اسلامی به‌طور پیوسته بپردازد و برای حل مسائل و رفع نیازهای جاری مسلمین در هر زمان راهکار ارائه دهد و همین طور نظام مالی اسلامی بایستی بتواند ابزارهای نوین مالی مربوط به خود را در دنیای اسلام گسترش دهد.

۱. ادبیات موضوع و چارچوب نظری تحقیق

تحقیقات اشاعه و پذیرش نوآوری، اولین بار در اروپا و آمریکا در اوایل سده ۱۹۰۰ میلادی توسط ریان و گراس[1] (١٩٤٥) در آمریکا صورت گرفت و در نهایت توسط راجرز[2] (١٩٦٢)، در کتابی تحت عنوان «اشاعه نوآوری[3]» ترکیب، جمع‌بندی و نهایی شد (Kincaid, 2004, p. 3)[4]، پارادایم تحقیق اشاعه و پذیرش نوآوری که توسط راجرز به‌طور مفصل صورت گرفته هنوز ماندگار است[5]. در خصوص ریشه‌های نوآوری مالی،

Archive of SID

www.SID.ir

وایت و فریم فقط دو مقاله را به طور تاریخی در این زمینه معرفی می‌کنند که عبارتنـداز مقاله لرنر[۶] (۲۰۰۲) و سیلبر و بن هوریم[۷] (۱۹۷۷).

لرنر در مقاله با عنوان «چیزهای جدید مالی، ریشه‌های نوآوری مـالی[۸]» بـه بررسـی ریشه ۳۹ ابزار معرفی شده فریم و وایت[۹] با تمرکز بـر میـزان پخـش ایـن نـوآوری‌هـا، ویژگی‌های تطابق دهنده آنها و تأثیر آنها بر سودآوری و رفاه اجتماعی تمرکز نمود. وی به تأثیر سن و اندازه شرکت‌ها و محـدودیت‌هـای مـالی در ایجـاد نـوآوری‌هـای مـالی پرداخته شده است و مواردی مثل قابلیـت یـافتن تناسـب[۱۰]، قـوانین و مقـررات، ایجـاد هماهنگی[۱۱]، به عنوان ریشه‌های نوآوری مالی و از سودآوری شرکتی، نوآوری‌های مالی در سایر شرکت‌ها، اهرم شرکت و... به عنوان منابع نوآوری مالی نام می‌برد. همین طـور به این نتیجه می‌رسد که شرکت‌های قدیمی‌تر و کوچک‌تر بیشتر نوآورند و شرکت‌هـای اهرمی‌تر و سودآورتر (به جز بانک‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌هـا) کمتـر بـه دنبـال نوآوری مالی هستند (Lerner, 2002).

هنر و بتزوگ[۱۲] در مقاله با عنوان «رویکرد تکاملی به نـوآوری مـالی[۱۳]» بـه بررسـی علل اینکه برخی ابزارها به محض ورود به بازارها موفق می‌شوند و برخی دیگر از بـین می‌روند می‌پردازند و نشانه‌هایی چون حجم معاملاتی بالا، فرصت‌های بازاریابی خـوب و فرصت‌های پوشش ریسک متفاوت را بـه عنـوان معیارهـایی بـرای موفقیـت ابزارهـا معرفی می‌کنند. از نظر معیارهـای بـازاری بـه میـزان موقعیـت‌هـای بـاز معـاملاتی[۱۴] و سفارش‌های در صف به عنوان معیاری برای موفقیت و عـدم ایجـاد فضـای بـازاری یـا عدم ارائه گزارش‌های قیمتی را علائمی از شکست ابـزار مـالی نـوین اشـاره مـی‌داننـد (Hener & Betzog, 2000).

گیتنر[۱۵] در مقاله با عنوان «نـوآوری در بازارهـای اعتبـاری و کاربردهـای آن» بیـان می‌کند؛ نوآوری‌های مالی اخیر به جـز در مـواردی مثـل مشـتقات اعتبـاری و عملکـرد نهادهایی غیر بانکی مثل صندوق حفظ ارزش[۱۶]، باعـث رشـد مهـم و پایـداری از نظـر اقتصادی شده‌اند، نگرانی در مورد سطح و نوسانات تـورم در آینـده را کمتـر مـی‌کننـد، نوسان‌مندی مورد انتظار کمتری را در قیمت دارایی‌ها ایجاد می‌نمایند. فقـط در شـرایط استرس بازارها از عملکرد آنها نااطمینانی وجود دارد (Geithner, 2006).

Archive of SID

www.SID.ir

بادی و مرتون[17] در مقاله با عنوان «طراحی سیستم های مالی[18]» به بررسی سه رویکرد نئوکلاسیک، رفتاری و نهادگرای جدید در طراحی ساختار سیستم مالی پرداخته‌اند؛ و برای نشان دادن تأثیر نحوه ساختاردهی سیستم مالی بر رشد اقتصادی مدل‌هایی ارائه نموده‌اند. از نتیجه‌گیری‌های اصلی این مقاله این است که یک «بهترین روش» برای طراحی سیستم در جهت توسعه اقتصادی متصور نیست (Badi & Merton, 2005).

توفانو[19] در مقاله با عنوان «نوآوری مالی و مزیت پیشروها[20]» به پیشرانه‌های نوآوری مالی اشاره می‌کند که این مقاله یکی از منابع اصلی دیگر مقالات پایه در این زمینه شد. وی به بررسی انگیزه‌های بانک‌های سرمایه‌گذاری برای طراحی ابزارهای مالی نوین اشاره می‌کند و انگیزه‌های سیستم مالی را مورد نظر قرار می‌دهد. همچنین تأثیر تئوری سازمان صنعتی بر مسأله نوآوری مالی را مورد بررسی قرار می‌دهد و به مطالعه میزان تأثیر نوآوری‌های مالی بر سودآوری شرکت مبدع و دیگر شرکت‌های استفاده‌کننده می‌پردازد. ایشان به عنوان مطالعه‌ای موردی، روند طراحی صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی را مورد مداقه قرار می‌دهد (Tofano, 1989).

۱-۱. فرآیند اشاعه نوآوری[21]

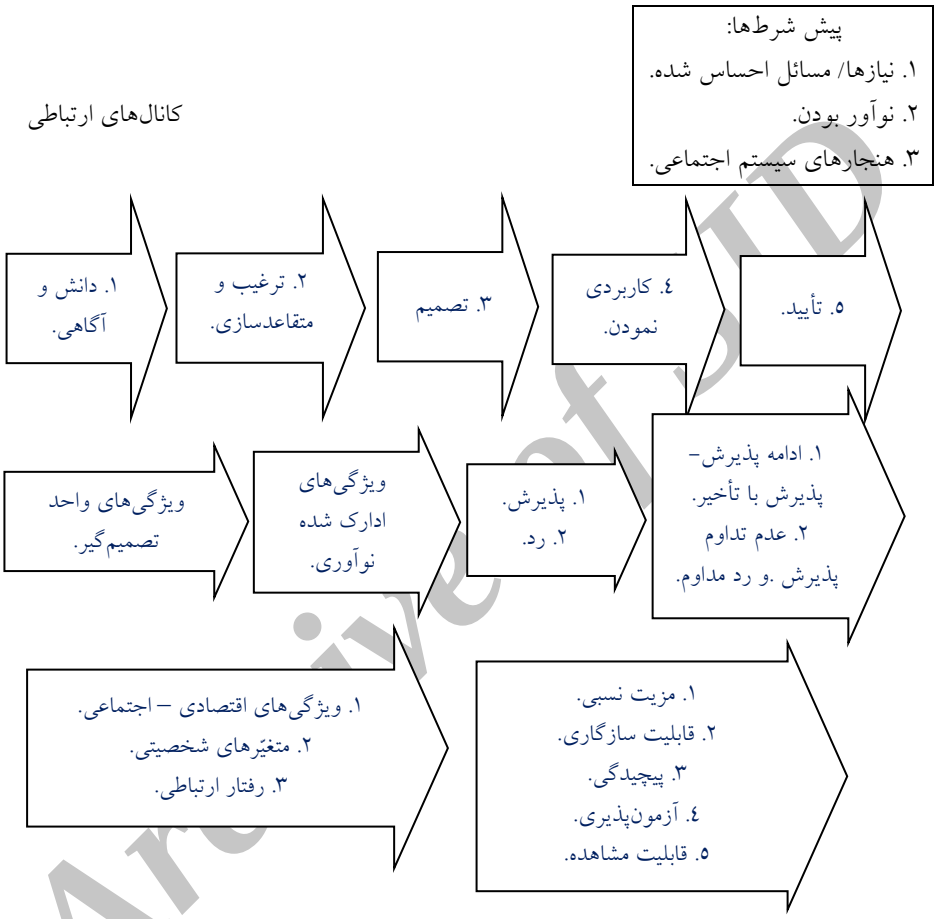
عبارت است از «فرآیندی که در آن یک نوآوری از طریق کانال‌های مطمئن در طول زمان و در بین اعضای یک سیستم اجتماعی مورد تبادل ارتباطی قرار می‌گیرد»، بنابراین اشاعه نوآوری در تعامل با ٤ عامل اصلی: نوآوری، کانال‌های ارتباطی، سیستم اجتماعی و زمان است. اشاعه نوآوری هم در برگیرنده امکان انتشار برنامه‌ریزی شده و هم خود به خودی یک ایده جدید است. سیستم اجتماعی که ایده‌های جدید را پذیرش می‌کند نیز مجموعه‌ای از واحدهای دارای ارتباطات است که در حل هماهنگ یک مسأله برای رسیدن به یک هدف مشترک هستند.

هورنیک[22] معتقد است علاوه‌بر عوامل سنتی خارجی که اثرگذاری عملیاتی بر فرآیند اشاعه و ترویج نوآوری دارند، عوامل متفاوت داخلی (روان‌شناسانه) نیز بر این فرآیند اثرگذار است. نتیجتاً این نیروها و منابع اطلاعاتی هستند که پذیرش نهایی، رد،

Archive of SID

www.SID.ir

پـــذیرش بـــا تـــأخیر، یـــا اســـتفاده غیرمـــداوم از نـــوآوری را توضـــیح مـــی‌دهنـــد (Hornick, 2004). هورنیک شکل‌های ذیل را با جمع‌بندی نظرات راجرز آورده است:



نمودار ۱: فرآیند ۵ مرحله‌ای نوآوری- تصمیم‌گیری

منبع: Rager, 2003, p. 170

راجر و شومیکر[۲۳] (۱۹۷۱)، در پژوهش خـود ۵ مرحلـه را بـرای ایـن مـدل معرفـی می‌کنند. این مراحل عبارتنداز آگاهی (دانش)، علاقه (متقاعد شدن)، ارزیـابی (تصـمیم)، آزمایش (کاربردی نمودن) و پذیرش (تأیید).

۱. مرحله آگاهی در این مدل به معنی آگاهی فرد از وجود نوآوری است؛

Archive of SID

www.SID.ir

۲. مرحله دوم، مرحله علاقه است. در این مرحله فرد به دنبال اطلاعات بیشتری از نوآوری است؛
۳. در مرحله ارزیابی فرد از لحاظ روحی و فکری به این نتیجه می‌رسد که نوآوری را بپذیرد یا خیر؟؛
٤. در مرحله آزمایش نیز فرد به صورت واقعی نوآوری را در مقیاس کوچک به کار می‌برد. در مرحله استفاده آزمایشی، نوآوری مورد مطالعه و آزمایش واقع می‌شود. نتایج پژوهش‌های بسیاری از پژوهشگران بر وجود این مرحله در این نظریه صحه می‌گذارد.
۵. پس از مرحله آزمایش، مرحله پذیرش مطرح می‌شود. در این مرحله نوآوری به صورت مستمر و در مقیاس بزرگ استفاده می‌شود.

جدول ۱: متغیّرهای تعیین‌کننده نرخ پذیرش نوآوری‌ها

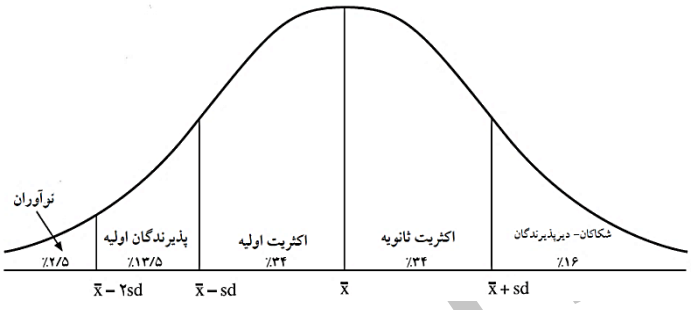
متغیّر وابسته		متغیّر مستقل
۱. ویژگی‌های درک شده نوآوری	مزیت نسبی	نرخ پذیرش نوآوری‌ها
	قابلیت سازگاری	
	پیچیدگی	
	آزمون‌پذیری	
	قابلیت مشاهده	
۲. انواع تصمیم برای نوآوری	اختیاری	
	جمعی	
	ناشی از قدرت قانونی/ مقام نظارتی	
۳. کانال‌های ارتباطی	رسانه‌های جمعی	
	بین اشخاص	
٤. ماهیت سیستم اجتماعی	هنجارها	
	درجه ارتباطات بین شبکه	
۵. میزان تلاش عامل تغییر برای ارتقاء	–	–

منبع: Rager, 2003, p. 222

Archive of SID

www.SID.ir

راجرز (۲۰۰۳) و پترسون و مهاجا (۱۹۸۵) منحنی پـذیرش و طبقـه‌بنـدی پذیرنـده نوآوری را به عنوان تابعی از زمان و براساس درصد اثرگذاری هـر طبقـه پذیرنـده بیـان می‌کند (Patterson & Mahaja, 1985 ؛Rogers, 2003):



نمودار ۲: منحنی پذیرش و طبقه‌های پذیرنده نوآوری
منبع: Rogers, 1957, p. 48

۲. مفهوم مستتر اشاعه و پذیرش در تعریف نوآوری مالی

نوآوری مالی زمانی محقق می‌شود که ابزار طراحی شده به درجه مناسـبی از اشـاعه یـا پذیرش در محیط بازارها رسیده باشد که بتوان آن را ابزاری جدید نامید و الا در مرحله طراحی و اختراع، خیلی ایده‌پردازان ممکن است به ارائه محصول یا فرآیندی برای حـل مسائل بپردازند (Podolsky, 2002, p. 3).

۳. عوامل مؤثر بر پذیرش، اشاعه و بسط نوآوری[۲۴]

خیلی از تحقیقات نوآوری مالی در ارتباط با پویایی‌های فرآیند پذیرش و انطباق با آنـان است. اینکه چگونه یک محصول، فرآیند یا خدمت جدید پذیرفته می‌شود؟ در ابتـدا بـه وسیله نوآوران، سـپس پذیرنـدگان اولیـه، اکثریـت پذیرنـده اولیـه[۲۵]، اکثریـت پذیرنـده متأخر[۲۶] و عقب‌ماندگان[۲۷] یا مقاومت‌کنندگان در برابر نوآوری (که تعداد آنـان در بـازار سرمایه ایران احتمالاً کم نخواهد بود) گروه آخر هسـتند. ایـن فرآینـد پـذیرش نوعـاً از طریق یک منحنی اس شکل یا تابع لجستیک[۲۸] کـه تعـداد پذیرنـدگان را در تـابع زمـان نمایش می‌دهد، مشخص می‌شود. کار بسیار عمده‌ای در مورد نرخ‌های پذیرش صـورت

Archive of SID

www.SID.ir

گرفته است، ولی راجرز (دانشمند اصلی نظریه اشاعه نوآوری) به طور عمومی اعتبار بالایی را در توسعه و کدگذاری نمودن این ادبیات دارد (Rogers, 1962, p. 48).

الگوی اس شکل پذیرش[۲۹] پیشنهاد می‌کند که در تعریف، هیچ نوآوری ممکن نیست به طور اقتصادی گسترده و به‌طور سیستمی کاربردی شود، مگر اینکه ابتدا به طور گسترده و منصفانه پذیرش شود[۳۰] (Tofano & Lerner, 2009, p. 8).

اغلب کارهایی که روی پذیرش نوآوری انجام گرفته است، در ارتباط با ویژگی‌های جمعیت پذیرندگان بالقوه[۳۱] و نیز پذیرندگان واقعی است. به طور عمومی اشخاصی که بیشتر دانش‌محور بوده، پیچیده و ریسک‌پذیر باشند، نوآوری‌ها را زودتر پذیرش می‌کنند. راجرز با تعمیم چشم‌انداز نوآوری‌ها به طور کلی (نه فقط در حوزه مالی) ۵ نوع از پذیرندگان را برجسته می‌کند. در برخی دیگر مقالات این طیف به شکل‌های دیگر مثل عناوین ذیل هم آمده است:

۱. نوآوران، افراد اولیه‌ای که نوآوری‌ها را پذیرش می‌کنند. این افراد نوعاً جوان‌تر، بهتر آموزش‌دیده و دارای وضعیت اجتماعی بالاتری از پذیرندگان ثانویه دارند.
۲. پذیرندگان اولیه که اغلب نقش رهبران نظری[۳۲] در شکل‌گیری تصمیم دیگران برای پذیرش محصول دارند.
۳. جمعیت پذیرنده اولیه که نوآوری را پس از یک وقفه زمانی پذیرش می‌کنند.
٤. جمعیت پذیرنده متأخر که رویکردشان نسبت به نوآوری با احتیاط بوده و منتظر می‌مانند تا اکثریت جامعه مخاطبین محصول آن را پذیرش کنند.
۵. عقب‌ماندگان (مقاومت‌کنندگان)، آخرین گروه پذیرنده نوآوری هستند که سن بالاتر و از نظر اجتماعی در وضعیت پایین‌تر هستند و همین‌طور منابع محدودتری دارند.

۳-۱. صفات و ویژگی‌های نوآوری‌ها

ویژگی‌های ادراک شده از نوآوری که در چندین مقاله مورد تأکید قرارگرفته است در برگیرنده ۵ مورد؛ مزیت نسبی[۳۳]؛ قابلیت انطباق[۳٤]؛ پیچیدگی[۳۵]؛ قابلیت امتحان[۳٦] و

Archive of SID

www.SID.ir

قابلیت مشاهده و انتشار[۳۷] است. این موارد در طول زمان به عنوان پیش‌بینی کننده‌های کلیدی نرخ پذیرش نوآوری شناخته شده‌اند. تعریف صفات و اجزای فوق‌الذکر توسط راجرز به شرح ذیل است:

۱. مزیت نسبی: درجه‌ای که یک نوآوری بهتر از نمونه قبلی آن درک شده باشد. اغلب بر سودآوری اقتصادی یا حتی پرستیژ اجتماعی تأکید می‌کند.
۲. قابلیت انطباق: میزانی که یک نوآوری سازگار با ارزش‌های جاری، تجربه‌های قبلی و نیازهای پذیرندگان بالقوه باشد. هر چه بیشتر سازگار باشد یعنی کمتر عدم اطمینان خواهد داشت.
۳. پیچیدگی: اینکه نوآوری چقدر برای فهمیدن و استفاده نمودن پیچیده باشد؛ اگر پیچیدگی زیاد باشد می‌تواند به عنوان مانعی برای پذیرش نوآوری شود.
٤. قابلیت آزمون و تست: میزانی که یک نوآوری می‌تواند در مبنای محدود و مقیاس کم آزمایش شود، که درگیر در اختراع مجدد یا تفکیک نوآوری به اجزا می‌باشد.
۵. قابلیت مشاهده: میزانی که نتایج یک نوآوری برای دیگران قابل مشاهده باشد، در واقع به تقویت مستقیم یا نیابتی بر می‌گردد.

٤. نوآوری‌های مالی در جهان

٤-۱. عوامل گسترش نوآوری مالی در دهه اخیر

در دهه اخیر بیشترین حجم تولید ابزارهای جدید در بازارهای پول و سرمایه صورت گرفته که ادامه روند رشدی است که از سال ۱۹٦۰ آغاز گردید. براساس تحقیق مرتون در فاصله ۸۰-۱۹٦۰ میلادی رشد سایر بخش‌های مالی در مقایسه به رشد نوآوری‌های مالی یک‌دهم هم نبوده است، این در حالی است که براساس تحقیقی که توفانو به همراه دستیار خود انجام داده است (Merton, 2003, p. 2)، فقط در فاصله ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۲ بیش از ۱۸٦۰ ابزار تأمین مالی شرکتی منحصربه‌فرد با کد مستقل ثبت شده است که این به غیر از ابزارهای مشتقه و نیز مشتقات اعتباری خارج از بورس است.

Archive of SID

www.SID.ir

عوامل انگیزاننده گسترش نوآوری‌های مالی به این شرح است: تخصیص مجدد ریسک؛ افزایش نقدینگی و نقدشوندگی؛ کاهش هزینه‌های نمایندگی؛ کاهش هزینه‌های معاملاتی؛ کاهش مالیات؛ مقابله با محدودیت‌های معاملاتی (Merton, 2003, pp. 2-8).

٤-۲. برخی معیارهای تشخیص موفقیت یا عدم آن در اشاعه و پذیرش نوآوری‌های مالی اسلامی

در جدول ذیل به بررسی برخی از معیارهای کاربردی و عملیاتی نشان‌دهنده موفقیت یا شکست اشاعه یک ابزار مالی نوین در بازار سرمایه مبتنی‌بر تحقیقات میدانی و کتابخانه‌ای نگارنده، پرداخته شده است:

جدول ۲: معیارهای موفقیت و شکست در بررسی نوآوری‌های مالی اسلامی منتشره

معیارها و نشانه‌های موفقیت	معیارها و سیگنال‌های شکست
حجم معاملات ابزار مربوطه و روند حرکت معاملات در بستر زمان در اولین عرضه‌ها در اینجا می‌توان به الگوی پذیرندگان راجرز مراجعه نمود	روند معکوس حجم معاملات (شروع با حجم‌های بالا و توقف معاملات در بستر زمان) البته به‌استثنای ابزارهای تأمین مالی
میزان تطابق حقیقی با شریعت در طول دوره معاملاتی	فاصله گفتن از اهداف تعیین‌شده کمیته‌های فقهی و شریعت
الگوی افزایشی سفارش‌های خریدوفروش و صف‌های معاملاتی	عدم شکل‌گیری سفارش‌های خریدوفروش (صف‌های معاملاتی) پس از هفته اول
رویکردهای استاندارد نقشه‌های راه استفاده شده در بازاریابی	تبانی یا هماهنگی با برخی دارندگان منافع مشترک برای تبلیغ موفقیت در روزهای اولیه و شوآف موفقیت
تداوم معاملات با روند افزایشی، حداقل در نصف طول عمر عرضه ابزارهای مالی	کاهش میزان استفاده از ابزار مربوطه توسط دیگر ناشران یا توقف استفاده از ابزار مربوطه پس از دوره‌های اولیه
میزان نقد شوندگی و تعدد معاملات در خلال دوره‌های عرضه‌شده مخصوصاً در سال اول	عدم وجود بازارگردان در ابزارهای مالی پیچیده و جدید و به‌خصوص در مورد ابزارهای طولانی مدت تأمین مالی
میزان رفع نیاز واقعی هدف‌گذاری شده	فاصله گرفتن از اهداف تعیین‌شده

Archive of SID

www.SID.ir

معیارها و نشانه‌های موفقیت	معیارها و سیگنال‌های شکست
ایجاد تنوع در فرصت‌های سرمایه‌گذاری، پوشش ریسک یا تأمین مالی	استفاده از دارایی پایه یکسان و عدم تنوع در کالاهای پایه مشتقات و توقف در یک کالای مشخص برای دوره‌های متعدد
موقعیت‌های باز معاملاتی در مشتقات	روند کاهشی موقعیت‌های باز معاملاتی در ماه اول عرضه ابزارهای نوین
کاهش پیچیدگی و درجه جایگزینی و همین‌طور مزیت نسبی در مقایسه با ابزارهای مشابه و میزان سازگاری با دیگر ابزارهای موجود	عدم اقبال فعالان بازار و ترتیب دادن معاملات تصنعی برای موفق نشان دادن ابزارها و یا بهره‌مندی از بازار گردانان اجباری پس از عدم موفقیت

منبع: یافته‌های تحقیق

۵. پیشینه تحقیق

۵-۱. بررسی مقالات فارسی در زمینه نوآوری در ابزارهای مالی

نیکومرام و نزاکتی‌علیزاده (۱۳۸٤) در مقاله با عنوان »ارزیابی نظریه «بسط و گسترش نوآوری‌ها» در ارتباط با زمان پذیرش مصرف‌کنندگان صنایع الکترونیک» نتیجه گرفتند که توزیع منحنی بسط و گسترش نوآوری‌ها در صنایع الکترونیک صنعت تلویزیون همچون الگوی جهانی از منحنی نرمال پیروی کرده، ولی تقسیم‌بندی انواع پذیرندگان نوآوری از الگوی جهانی (طیف راجرز) تبعیت نمی‌کند (نیکومرام و نزاکتی علیزاده، ۱۳۸٤).

مصباحی‌مقدم، اسمعیلی‌گیوی و ناصرپور در مقاله با عنوان «ارائه مدل مفهومی شاخص‌های موفقیت قراردادهای آتی پیشنهادی در بازار سرمایه ایران» به بررسی شاخص‌های موفقیت یک ابزار مالی قرارداد آتی کالایی پرداخته‌اند. در این مقاله بیان می‌شود که یکی از فرآیندهای نوآوری مالی در بورس‌های اوراق بهادار، مرحله طراحی ابزار جدید، مانند طراحی قرارداد آتی است. این مقاله پس از مشخص نمودن شاخص‌های اصلی از راه مراجعه به اهل‌فن، مطالعه پژوهش‌های موردی مربوط در غرب و منابع کتابخانه‌ای، به ارائه مدل مفهومی‌ای پرداخت که براساس آن ۱۰ شاخص-به شرح ذیل- معرفی شده با اهمیت بوده و نه مورد آنها با توجه به وضعیت و

Archive of SID

www.SID.ir

پتانسیل موجود در بازار ایران بر موفقیت آتی‌های ارائه شده به بازار بـه میـزان متفـاوت تأثیرگذار است. این شاخص‌ها عبارتنداز: عدم‌اطمینان قیمتـی دارایـی پایـه؛ تعیـین آزاد سطح قیمت دارایی پایه و عدم‌دخالت مقررات دولتی؛ امکان پوشش ریسک کارآمـد بـا استفاده از این قرارداد؛ فعالان زیاد در بازار معامله‌های یک قرارداد؛ حجـم معـاملات در بازار نقدی یک کالا؛ امکان استاندارد کردن دارایی؛ الگوی معامله‌های پیمان‌های آتی بـر روی یک کالا؛ توجه کافی به اندازه و حجم قرارداد؛ تئوری اعداد رند؛ کـاهش ریسـک مبنا در قرارداد (مصباحی‌مقدم، اسمعیلی‌گیوی و ناصرپور، ۱۳۸۹).

دنیایی و حسینی در مقاله با عنوان «بررسی نقش بـازار فرابـورس ایـران در توسـعه نوآوری‌های مالی و معاملاتی در بازار سرمایه» به ایـن نتیجـه مـی‌رسـند کـه از دیـدگاه جامعه آماری تحقیق، بازار فرابورس ایران با توسعه نوآوری‌های ساختاری، نقش مهمـی را در انجام معاملات و مشارکت بیشتر افراد در بازار سرمایه ایفا نمـوده و امکـان تنـوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی و به عبارتی متنوع سازی پرتفوی سرمایه‌گـذاران بـا توجه به انتظارت و ریسک بازار را فراهم می‌نماید (دنیایی و حسینی، ۱۳۹۱).

۵-۲. در زمینه مقایسه و بیان مزیت‌های رویکرد طراحی ابزارهای مالی اسلامی نسبت بـه رویکرد تطابق با شریعت

السویلم[۳۸] در کتاب با عنوان »پوشش ریسک در مالی اسلامی« رویکرد تحول و آغـاز از نیاز در مهندسی مالی اسلامی را مطرح نموده و بر مبنای آن به انتقـاد از اسـلامی شـدن مشتقات مالی پرداخته و برخی ابزارهای پوشش ریسـک جـایگزین را مطـرح مـی‌کنـد (Alswilm, 2006).

چوذری[۳۹] در مقاله با عنوان «طراحی ابزارهای مالی با رویکرد مطابق با شـریعت یـا مبتنی‌بر شریعت» به انتقاد از مهندسـی مـالی مرسـوم و ارائـه جـایگزین مربوطـه بـرای طراحـی سیسـتم مـالی مبتنـی‌بـر شـریعت بـا توجـه بـه رویکـرد رفـع نیاز می‌پردازد (Chowdhuri, 2009).

ازنان[٤٠] در مقالـه بـا عنـوان »مـدل حاکمیـت مطلـوب شـریعت در مقـررات مـالی اسلامی[٤١]« به مقایسه بین رویکرد منطبـق بـا شـریعت و مبتنـی‌بـر شـریعت در طراحـی

Archive of SID

www.SID.ir

سیستم مالی پرداخته و عوارض و معایب سیستم جاری مالی اسلامی را چالش می‌کشد (Aznan, 2012-2013).

چپرا[۴۲] در مقاله با عنوان «اخلاق و عدالت در اقتصاد و مالی اسلامی» پیرامون سیستم مالی عادل، به تبیین و طراحی سیستم مالی مبتنی‌بر فقه اسلامی با هدف دستیابی به عدالت و تبیین سیاست‌های پولی در سیستم بانکی بدون ربا، جهت مکانیزه کردن سیستم بانکی در راستای توسعه عدالت می‌پردازد (Chapra, 2014).

٦. عوامل مؤثر بر بسط، گسترش و اشاعه نوآوری‌های مالی

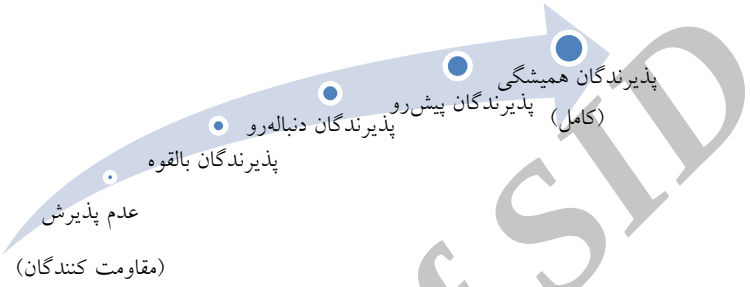
جمع‌بندی عوامل مؤثر بر اشاعه نوآوری ابزارهای مالی اسلامی برگرفته شده از مقالات معتبر حوزه نشر، اشاعه و پذیرش نوآوری‌های مالی شامل موارد ذیل می‌باشند:[۴۳]

- میزان تطابق ابزار نوین مالی با قواعد فقهی (براساس رویکرد تطبیقی و رفع تعارض فقهی)؛
- میزان مبتنی بودن ابزارهای مالی بر شریعت (براساس رویکرد طراحی بومی)؛
- عوامل روان‌شناسانه مرتبط با شخصیت مشتریان و پذیرندگان ابزارهای مالی اسلامی (Novian & Lindenheimer, 2012).
- کیفیت و کمیت شبکه توزیع و تکنیک‌های حرفه‌ای بازاریابی ابزار جدید مالی اسلامی (Akaveyn, Frames & White, 2001)؛
- اعتقادات و باورهای مشتریان (B Ang & Kumar, 2013)؛
- ویژگی‌های جمعیت شناختی؛ اعم از سن و سال و میزان تحصیلات مشتریان بالقوه (Frames & White, 2009)، (Buffondy & Lucy, 2006)؛
- استفاده از پتانسیل‌های پذیرندگان[۴۴] نوآوری مالی اسلامی؛
- نظام تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری غیر بوروکراتیک؛
- تمرکز بر نیازهای واقعی اقتصادی؛
- دسترسی به کانال‌های ارتباطات فردی و اطلاعات تخصصی (Onjo & Ginkouk Lee, 2000)؛
- درجه باز بودن تجاری و مالی کشور (B Ang & Kumar, 2013)؛

Archive of SID

www.SID.ir

- بسترهای فناوری اطلاعات، میزان تجربه استفاده از فناوری‌های جدید و یا ارتباط با اینترنت؛
- چگونگی پذیرش ابزار مالی اسلامی توسط مشتریان (Lee, Won & Choman, 2004):



نمودار ۳: چگونگی پذیرش ابزار مالی اسلامی توسط مشتریان
منبع: Lee, Won & Choman, 2004

- خصوصیات نوآوری ملحوظ در ابزار مالی اسلامی مؤثر بر ادراکات سرمایه‌گذاران و پذیرندگی آنان که به شرح ذیل می‌باشند: (Koler, 2010)؛ (Chakrawarty & Dobbinsky, 2004)؛ (Onjo & Ginkouk Lee, 2000):
  - ✓ مزیت نسبی – میزان بهبوددهندگی ابزار مشابه مالی.
  - ✓ میزان پیچیدگی برای استفاده و پذیرش.
  - ✓ قابلیت امتحان و آزمون نوآوری مالی توسط مشتریان بالقوه.
  - ✓ قابلیت مشاهده – قابلیت انتشار آسان بین عموم.
- قابلیت رقابت با سایر ابزارهای مالی اسلامی یا متعارف؛ که تعیین‌کننده تصمیم پذیرندگان برای ورود در ابزار مالی نوین می‌شود.
- بخش‌بندی آگاهانه بازار[٤٥] و هدف‌گذاری درست مشتریان؛
- نگرش نسبت به ریسک و درجه ریسک‌پذیری (Penning & Lyotwood, 2000)؛
- عملکرد اولیه ابزار مالی اسلامی نوین؛
- تعدد شرکت‌های پذیرنده نوآوری‌های مالی اسلامی؛

Archive of SID

www.SID.ir

- درجه جایگزینی ابزار جدید به‌جای ابزارهای مالی قبلی (Kumar, Malas & Ganesh, 2009)؛
- درجه مقاومت نهادهای مالی در برابر ابزارهای نوین مالی؛

۷. موانع بسط و گسترش نوآوری‌های مالی در ایران

موانع نوآوری در ابزارهای مالی اسلامی در ایران براساس تحقیقات میدانی صورت گرفته و مصاحبه با فعالین طراحی ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه ایران همین‌طور براساس مطالعات کتابخانه‌ای از نهادهای ناظر بازار پول و سرمایه و پایگاه‌های اطلاعاتی آمارهای مربوط به ابزارهای نوین منتشره و یا مصوب شده گردآوری شده است:

۷-۱. مسائل مدیریتی و سازمانی

۱. کمبود انگیزه‌های لازم برای طراحی ابزارها و نهادهای مالی نوین با توجه به افق بلندمدت‌تر سودآوری مرتبط با آن[۴۶].
۲. طولانی شدن مدت‌زمان تصویب ابزارهای نوین مالی و کأن لم یکن شدن نیازهای اولیه.[۴۷]
۳. فقر دانش کاربردی مالی و فاینانس در بین برخی مدیران مالی شرکت‌های تولیدی و خدماتی و در نتیجه عدم‌همراهی مداوم ایشان با ابزارهای مالی مورد نیازشان.[۴۸]

۷-۲. مسائل مربوط به سازمان‌های نظارتی (قوانین و مقررات)

۱. الزام به مصوب شدن ابزارهای مالی نوین در شورای عالی بورس جهت استفاده از مزیت‌های مالیاتی.
۲. نبود بسترهای لازم برای عرضه خصوصی[۴۹] ابزارهای نوین مالی و عدم مهیا نمودن بستری مناسب برای استفاده از این راهکار رایج در کشورهای توسعه‌یافته مالی، با وجود تصویب قانون مربوطه در سازمان بورس.[۵۰]
۳. محدودیت‌های نرخ سود ابزارهای تأمین مالی با درآمد ثابت از سوی نهادهای نظارتی مثل بانک مرکزی، به جهت نیاز به همسو بودن با سیاست‌های اعلام نرخ سود و در نتیجه عدم‌انعطاف کافی در این زمینه برای نوآوری مالی[۵۱].

Archive of SID

www.SID.ir

٤. مقررات‌گذاری سنگین و روشن نبودن نقش توسعه‌ای مقررات‌گذار به جای مقررات‌زدایی‌های متداول در بازارهای سرمایه توسعه یافته[۵۲].

۷-۳. مسائل فنی و دانشی

۱. انجمادهای مقرراتی؛ در بازار بسیاری از ابزارهای مالی بانک‌ها، واسپاری‌ها و مؤسسات تأمین سرمایه قادر نیستند که نرخ بهره متناسب با ریسک اعتباری وام‌گیرنده را اعمال کنند. در شرایطی که صرفه ریسک اعتبارات نتواند با احتمال ورشکستگی وام‌گیرنده تنظیم شود نه انگیزه بهبود عملکرد به طرف تقاضا داده می‌شود و نه طرف عرضه انگیزه دارد که ابزارهایی با درجه انعطاف بالا طراحی کند (قدوسی، ۱۳۹۳، ص. ۳۵).

۲. اثر محصولات مکمل؛ نوآوری‌های مالی در حوزه‌های مختلف باید به موازات هم پیش بروند. بسیاری از ابزارهای مالی اثر مکمل روی یکدیگر دارند. مثلاً در غیاب ابزارهای تاخت ریسک نکول[۵۳] بازار اوراق مشارکت شرکتی تضعیف خواهد شد (قدوسی، ۱۳۹۳، ص. ۳۵).

۳. گروه‌های فشار و تضاد منافع؛ نوآوری‌های مالی معمولاً باعث تولید اطلاعات جدیدتر و شفاف‌تر شدن بازارها می‌شوند. طبعاً این فرآیند منافع کسانی که از ناکارایی، تلاطم قیمت یا ناکارایی بازارها سود می‌برند را به خطر می‌اندازد.[۵٤]

٤. نارسایی‌های کلان در حوزه نوآوری‌های کارکردی علی‌الخصوص در مورد ریزساختارهای بازار مثل بازارگردانی که زمینه اصلی برای رونق گرفتن ابزارهای مالی اسلامی نوین هستند و همین‌طور عدم توسعه نهادی لازم برای بلوغ ابزارهای نوین مالی (به‌خصوص در حوزه ابزارهای مشتقه).

۵. عدم تقارن کافی بین عرضه کنندگان و تقاضاکنندگان دارایی پایه ابزارهای مشتقه در حوزه پوشش ریسک هم از نظر تولید محصول و هم از نظر سرمایه‌گذاری.[۵۵]

٦. عدم تطابق بسیاری از ابزارهای مالی مشتقه، اعم از اختیار ضمنی، آتی تک سهم و اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام، با مقررات بازار سهام اعم از بسته شدن نمادها، حد نوسانات روزانه و ...

Archive of SID

www.SID.ir

۷-٤. مسائل کلان

۱. عدم‌حمایت و پشتیبانی نظام مالی بانک محور در ایران از ابزارهای بازار سرمایه.
۲. ضعف ارتباطات بین‌المللی با بازارهای مالی توسعه‌یافته.[۵۶]
۳. روشن نبودن متولی طراحی ابزارهای مالی در بین ارکان بازار (سازمان بورس، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های کارگزاری، مشاوران سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تولیدی، بورس‌های اوراق بهادار و کالایی و ...) و همین‌طور مشخص نبودن متولی کارکردی و سازمانی این مسأله در شرکت‌های دانش‌بنیانی مثل تأمین سرمایه‌ها.

۷-۵. مسائل مربوط به سرمایه‌گذاران و تأمین مالی

۱. توجیه نشدن سرمایه‌گذاران فعال در مورد میزان احتمال به‌ثمر نشستن یا اجرایی شدن یک ابزار جدید و چشم دوختن به دیگر فعالان بازار.[۵۷]
۲. عدم تمایل شرکت‌ها برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و غلبه استفاده از روش‌های سنتی مثل وام بانکی در اغلب آنها و در نتیجه فاصله گرفتن از حوزه بازار ابزارهای جدید و عدم آموزش درست در حوزه ساختار سرمایه و ترکیبات بهینه سهام و قرضه در تأمین سرمایه شرکت‌ها.[۵۸]

۸. بررسی عوامل مؤثر بر اشاعه و پذیرش نوآوری ابزارهای مالی اسلامی از دیدگاه خبرگان بازار

۸-۱. پرسشنامه مربوط به عوامل مؤثر بر پذیرش نوآوری

در ادامه تحقیق با استفاده از روش پرسشنامه‌ای و طیف لیکرت به بررسی عوامل اشاره شده فوق‌الذکر با نظرخواهی از خبرگان و فعالین بازار که اغلب نیز دارای مدارک دکتری مدیریت مالی بوده‌اند پرداخته شد.

قبل از اجرای آزمون از ده نفر از خبرگان مالی در خصوص سؤالات پرسشنامه طراحی‌شده، سه پرسش در مورد میزان واضح بودن، ساده بودن و مربوط بودن پرسیده شد که در این مرحله حدود ۷۰ درصد سؤالات نیز بازنویسی شدند تا از پیچیدگی سؤالات که از متون مقالات معتبر خارجی گرفته شده بودند، کاسته شده و ابهامات

Archive of SID

www.SID.ir

سؤالات و اختلافات فهمی سؤال شوندگان با ذهنیت محقق اصلاح شود. سپس از طریق ارتباط رفت و برگشتی و روش دلفی در نهایت، عوامل مؤثر بر اشاعه نوآوری‌های مالی به شکل سؤالات ذیل از مخاطبان پرسش شد و از آنها درخواست گردید که در قالب طیف لیکرت دارای ۵ قسمت، ۱- کاملاً موافقم، ۲- موافقم، ۳- نظری ندارم، ٤- مخالفم و ۵- کاملاً مخالفم، در مورد این عوامل نظر دهند که جمع آرای موافق با عوامل مؤثر اشاره شده به قرار ذیل است[۵۹]:

جدول (۳): نتایج پرسشنامه مربوط به عوامل مؤثر بر پذیرش نوآوری‌های مالی اسلامی

خوشه‌بندی	عوامل مؤثر بر اشاعه نوآوری	جمع درصد	رتبه
تعامل با شریعت	میزان تطابق ابزارهای نوین مالی با قواعد فقهی (رویکرد رفع تعارض فقهی)	–	–
	میزان درونی بودن ابزارهای مالی اسلامی (رویکرد طراحی بومی)	٪۹۵	۱
عوامل فرهنگی و اجتماعی	عوامل روان‌شناسانه مرتبط با شخصیت مشتریان	٪۸۳	۸
	ویژگی‌های جمعیت شناختی؛ اعم از سن و سال و تجربه	٪۸۹	٤
	اعتقادات و باورهای مشتریان	٪۷۲	۱۵
عوامل فرهنگی و اجتماعی	نحوه نگرش غالب مخاطبین نسبت به ریسک و درجه ریسک‌پذیری	٪۹٤/۵	۲
بازاریابی	کیفیت و کمیت شبکه توزیع و تکنیک‌های حرفه‌ای بازاریابی	٪۸۹	۳
	دسترسی به کانال‌های ارتباطات فردی و اطلاعات تخصصی	٪۷۲	۱٦
	بخش‌بندی آگاهانه بازار[۶۰] قبل از انتشار ابزارهای مالی	–	۳
عوامل کلان	تمرکز بر نیازهای واقعی اقتصادی	٪۹۵	۱
	نظام تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری غیر بوروکراتیک	٪۸۹	–
	درجه باز بودن تجاری و مالی کشور	٪۷۸	۱۲
	بسترهای فناوری اطلاعات	٪۸۳	۹
ویژگی‌های نوآوری‌های مالی	مزیت نسبی	٪۸۳	۱۰
	میزان پیچیدگی برای استفاده و پذیرش	٪۸۳	۱۱
	قابلیت امتحان و آزمون نوآوری مالی توسط مشتریان	٪۷۸	۱۳

Archive of SID

www.SID.ir

خوشه‌بندی	عوامل مؤثر بر اشاعه نوآوری	جمع درصد	رتبه
	قابلیت مشاهده؛ قابلیت انتشار آسان بین عموم	٪۸۳/۵	۷
	قابلیت انطباق و سازگاری با ارزش‌ها و تجربه‌های خریداران	٪۷۷/۵	١٤
عملکرد	نحوه عملکرد اولیه ابزار مالی اسلامی نوین	–	۵
شرکت‌های پذیرنده	تعدد و تنوع شرکت‌های پذیرنده نوآوری‌های مالی اسلامی	٪٦١	١٧
	میزان مقاومت نهادهای مالی در برابر پذیرش یک ابزار نوین مالی	٪۸۹	٦

منبع: یافته‌های تحقیق

۹. بررسی نوآوری‌های مالی در تعامل با شریعت اسلام

۹-۱. اهم رویکردهای جاری نسبت به طراحی ابزارهای مالی نوین در بین دانشمندان مسلمان برگرفته شده از مقالات و کتب مالی اسلامی در دهه اخیر

۱. رویکرد تقلید و گرته‌برداری از ابزارهای رایج در سیستم سرمایه‌داری بدون توجه به مبانی شرعی که در بین برخی کشورهایی که دارای نظام‌های مالی دوگانه اسلامی و لیبرال هستند، رایج است.

۲. رویکرد رفع تعارض فقهی از ابزارهای نوین طراحی و کاربردی شده در نظام‌های مالی غربی و استفاده از آنها با اندکی تغییرات و اصلاحات در سیستم مالی اسلامی (که به رویکرد امضایی معروف است).

۳. رویکرد تحول و آغاز از نیاز که در بین تعداد اندکی از دانشمندان مالی اسلامی در حال پیگیری است و در آن به‌جای شروع از ابزارها و وارد نمودن آنها از نظام‌های توسعه‌یافته مالی، به بررسی نیازهای جامعه و ارزیابی ابزارهای مطابق با این نیازها می‌پردازد و هر نوع ابزاری را وارد نمی‌کنند، تا محتاج برای آن باشد؛ بلکه در ابتدا نیازسنجی نموده و با رویکردی عقلایی به انتخاب ابزارهای مورد نیاز می‌پردازد.

٤. رویکرد آخر که هنوز در ابتدای راه بوده و موارد کاربردی اندکی از آن مشاهده شده است، طراحی نظام مالی اسلامی مبتنی‌بر شریعت است که به معنی استفاده از رویکرد طراحی بومی در طراحی ابزارهای مالی اسلامی است و ممکن است کاملاً

Archive of SID

www.SID.ir

با ساختارهای رایج نظام مالی غربی متفاوت بوده و ابزارهـای خـاص خـود را دارا باشد که از دل مبانی عقیدتی و بنیادی اسلام و ارزش‌های انسانی گرفته شده اسـت و در این رویکرد تمرکز طراحـان و مجریـان بـر روی پتانسـیل‌هـای درونـی بـین مسلمانان و بهره‌مندی از سیستم انسان‌محور است و در نهایت هرچند ممکن اسـت از برخی ابزارهای ابداع شده در نظام مالی رایج هم بهره ببرد (تا آنجا که بـا مبـانی شرعی تعارضی نداشته باشد) ولی به احتمال زیـاد، ابزارهـایی را طراحـی خواهـد نمود که برای اولین بار از دل سیستم مالی استخراج شـده باشـند و شـاید مشـابهی برای آنها در سیستم مالی سرمایه‌داری موجود نباشد.

۹-۲. بررسی رهیافت مالی مطـابق بـا شـریعت (رویکـرد تطبیقـی در طراحـی ابزارهـای مالی اسلامی)

بیشتر راهکارهای فعلی مطرح شده تحت عنـوان ابزارهـا و نهادهـای مـالی اسـلامی در ایران یا اغلب کشورهای مسلمان، تابع رویکرد رفع تعارض و برداشـتن موانـع فقهـی و بهره‌برداری از ابزارها، نهادها و بازارهای مالی سیستم رایـج بـا عبـور از پالایـه فقـاهتی است. این رویکرد صرفاً فقه محور، باعث شده است تا راهکارهای ارائه شده بـه دنبـال حل مسائل جزئی در نظام مالی و ارائه راه‌حل برای دوران گذار باشند و لاجرم کمتر بـه دنبال تغییرات بنیادی بروند و به‌جای نوآوری سیستمی، با قبول ضمنی کـارایی ابزارهـا، نهادها و بازارهای مالی سیستم رایج، به تقلید از آنها بپردازند. درنتیجه رویکـرد کنـونی، کمتر به تئوری‌پردازی و نظام‌سازی می‌پردازد.

۹-۳. بررسی چالش‌های سیستم مالی مطابق با شریعت (سیستم مالی اسلامی رایج)

- گم کردن مسأله اصلی: مسأله اساسی نظام مالی اسلامی نه فقط موضـوع ممنوعیـت بهره یا دیگر قواعد فقهی رایج بلکه از جمله مسائل مهم آن، اصل انسان‌شناسـی در اسلام است که فراموش شده است.
- تأمل در موفقیت‌های سیستم رایج مالی اسلامی: پیش‌بینی رسیدن حجـم معـاملات صنعت مالی اسلامی به ٤ تریلیون دلار در پایـان سـال ۲۰۱۵ مـیلادی نشـان‌دهنـده دستاوردهای زیاد نظام مالی مطابق با شریعت و جذابیت برای ورود در این بازار از

Archive of SID

www.SID.ir

سوی کشورهای غربی برای بالاتر بردن سهم خود از بازار مسلمین است. از سویی برطبق آمارهای رسمی، جمعیت مسلمانان در نقاط مختلف دنیا در حال افزایش است و هم‌اینک حدود یک میلیارد و شش‌صد میلیون مسمان در دنیا هست که طبق آمارها در سال ۲۰۵۰، اسلام دین اول ازنظر جمعیت در جهان خواهد بود. در نتیجه احتمال ورود بیشتر سردمداران نظام سرمایه‌داری جهت چیره شدن یا نفوذ بر بازار مالی اسلامی و بهره‌برداری از این بازار وجود دارد. همان‌طور که در حال حاضر شاهد آن هستیم که برخی دانشمندان و شخصیت‌های غیرمسلمان و کشورهای سکولار به شدت در حال ورود در بازار مالی اسلامی جهت دسترسی به بازار مسلمین هستند در این زمینه می‌توان به ورود کشورها و برخی دانشمندان و شخصیت‌های غیرمسلمان در مالی اسلامی اشاره نمود، برای مثال در سال اخیر میلادی، اجلاس مالی اسلامی با حضور سران کشورهای منتخب اسلامی در لندن و به سرپرستی نخست‌وزیر انگلیس برگزار شد که هشداری است برای احتمال نفوذ غیرمسلمانان در هدایت و رهبری جریان اسلامی سازی بازارهای مالی. اگر غلبه دانشمندان مالی متعارف در بازار مالی اسلامی گسترش یابد، ظن آن می‌رود که مهندسی مالی اسلامی با این اوصاف غیر تحول‌خواه و تاکتیکی باقی بماند و حتی امکان هضم شدن این سیستم در سیستم چند صد تریلیون دلاری سرمایه‌داری و کم‌رنگ شدن ارزش‌های اسلامی، چارچوب‌های شرعی و انسانی در آن وجود دارد.

- تقلید غیرکارا: سیستم فعلی مالی اسلامی در تقلید خود از کارایی برخوردار نیست به طوری که منجر به ایجاد هزینه‌های بیشتر در بهره‌گیری از ابزارها و نهادهای مالی رایج و در اغلب موارد بهره‌وری کمتر نسبت به سیستم رقیب خواهد شد.
- افزایش احتمال گرفتار شدن در دام حیله‌های غیرشرعی فرار از ربا.

۹-٤. غفلت از مسأله انسان‌شناسی

همان‌طور که پیش‌تر گفته شد تاکنون اکثر رویکردهای مالی اسلامی در طراحی ابزار مالی، موضوع اصلی مورد تعارضشان با نظام سرمایه‌داری، مسأله بهره، اکل مال به باطل،

Archive of SID

www.SID.ir

غرر، صحت معامله و مواردی از این قبیل در قواعد فقهی بوده است. این در حالی است که از یکی از موارد اصلی مورد مناقشه یعنی در نظر گرفتن جایگاه انسان‌شناسی از دیدگاه اسلام در این چارچوب تا حد زیادی غفلت شده است.

شکی در تأثیر مبانی انسان‌شناسی غربی بر تدوین نظام مالی سرمایه‌داری و ابزارهای مالی آن وجود ندارد، این در حالی است که تفاوت‌هایی عمیق مبانی انسان‌شناختی اسلام، با مبانی غربی نیز بر همگان روشن است. در خلال بحران مالی جهانی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۱۰ میلادی، موارد زیادی از توافق دانشمندان مالی غربی بر نقش پررنگ طمع و حرص [۶۱] سرمایه‌داران و سرمایه‌گذاران در تشدید بحران مالی که از طریق ابزارسازی‌های مالی افراطی به آن دامن زده شده بود، مشاهده می‌شود که یکی از چالش‌های اصلی انسان با تمایلات دنیاگرایانه نفس در مکتب انسان‌شناسی اسلام، تشدید حرص و امیال فزون خواهانه انسانی است که به طرق مختلف مورد نهی و ملامت قرارگرفته است. در باب انسان از دیدگاه اسلام رساله‌های زیادی نگاشته شده است، از جمله می‌توان به سه رساله «انسان قبل از دنیا»، «انسان در دنیا» و «انسان بعد از دنیا» اثر گران‌قدر علامه طباطبایی اشاره نمود.

از سوی دیگر، با در نظر گرفتن مکتب انسان‌شناسی، در می‌یابیم که نظر شارع مقدس در گرایش‌های دنیاگرایانه و قرار دادن این خصلت در نفس بشری در کنار عقل، به کارگیری این خصلت‌های انسانی در امور خداپسندانه و خیرخواهانه است نه در انباشت افراط‌گونه ثروت و تکاثر. با این اوصاف نقش نظام مالی اسلامی در مدیریت خصلت‌ها و تمایلات انسانی از کانال طراحی ابزارها و نهادهای مالی، پررنگ می‌شود و از جمله مواردی است که در کمیته‌های فقهی و شریعت کمتر به آن پرداخته شده و همین مسأله است که نیاز به یک گروه عالی نظام سازی مالی اسلامی را پراهمیت‌تر جلوه می‌دهد.

۹-۵. برخی معیارهای طراحی ابزارهای مالی با رویکرد طراحی بومی برگرفته شده از شریعت

- موضوع اساسی انسان‌شناسی در بین مبانی فلسفی علوم اجتماعی:
  - موضوع انسان و نیازهای واقعی او در مقابل نیازهای مجازی و ساختگی.

Archive of SID

www.SID.ir

- کوشش در مدیریت خصلت‌ها و ویژگی‌های انسانی در قالب فرآیندها، ابزارها و نهادهای مالی مورد طراحی و احتراز از به دام افتادن در ابزارهای مالی‌ای که تمایلات نفسانی را در مقابل عقل قرار داده و تشدید می‌کنند.

– در نظر قرار دادن جامعیت قرآن در الهام بخشی برای ابزارسازی مالی:
  - توجه به رویکرد اسلام نسبت به خلق ثروت.
  - عدم غفلت از رویکرد شریعت نسبت به نحوه باز توزیع ثروت.
  - در نظر داشتن تأثیرات ربوبیت الهی در پرورش مال، اعطای رزق و روح کلی حاکم بر آیات مربوط به قرض و انفاقات و همین‌طور توجه به مقوله بسیار مورد تأکید قرآن کریم در تقابل و تأثیر و تأثرات ظاهر و باطن دنیا بر یکدیگر و سعی در تبیین این مفاهیم عمیق قرآنی در تدوین قواعد حاکم بر دیدگاه‌های فقهی مالی.
  - رعایت مسأله عدم کنز و نقش ذکات در عدم انباشت مال.
  - بررسی لایه‌های رافع نیاز، نظام‌های خویشاوندی، همسایگی، برادری در تعاملات مالی.
  - طبقه‌بندی عقود متناسب با نوع نیازهای مالی از انفاق تا مشارکت.
  - بررسی و تأمل در رویکرد حداقل هزینه و حداکثر کمک در بین اولیای خدا و اهل‌بیت عصمت سلام‌الله علیهم.

۹-٦. لزوم ایجاد کمیسیون نظام‌سازی مالی اسلامی

در راستای مسائل انطباق با شریعت و روح کلی حاکم بر نظام مالی اسلامی، لزوم تشکیل گروه نظام سازی مالی اسلامی، جهت نظارت بر روند طراحی، تدوین و اجرای ابزارهای مالی اسلامی و بررسی همه‌جانبه هم‌گرایی ابزارهای منتشره در راستای رسیدن به نظام مالی اسلامی کارا و نیز انطباق ورودی‌های جدید سیستم اعم از ابزار، نهاد، بازار و قوانین با سند جامع نظام مالی جهت هم‌خوانی با روح کلی شریعت کاملاً احساس می‌شود. این کمیته عالی، بایستی ناظر بر سایر ساختارهایی شود که هم اکنون در نظام مالی اسلامی به طراحی و نظارت می‌پردازند که از آن جمله کمیته‌های فقهی سازمان بورس، بانک مرکزی و دیگر نهادها و مراکز تولید نظریه، ایده و طراحی ابزارها و

Archive of SID

www.SID.ir

نهادهای مالی می‌باشند. تفاوت این کمیسیون با کمیته‌های فقهی و شورای عالی بورس این است که در این کمیسیون علاوه بر دانشمندان فقهی و خبرگان مالی، علمایی از سایر رشته‌های اسلامی که رویکردی کاربردی و مبتنی‌بر مقتضیات زمان دارند، نیز در جلسه حضور خواهند داشت که در رشته‌هایی از قبیل فلسفه و کلام و حکمت و برهان اسلامی و نیز اخلاق و حقوق اسلامی تبحر داشته باشند و بدین شکل، این علوم ثلاثه[۶۲] فقه و فلسفه و اخلاق در کنار همدیگر پاسخگوی نیازها و حل‌کننده مسائل پیش‌آمده باشند. در این زمینه به‌خصوص در مسأله تطبیق دیدگاه انسان‌شناسی اسلامی، به‌ویژه موضع چالشی ادراکات اعتباری بایستی تدابیری در این گروه اندیشیده شود.

در پایان به بررسی مقایسه‌ای رویکرد تطابق با شریعت در طراحی ابزارهای مالی اسلامی (رویکرد تطبیقی) با رویکرد مبتنی‌بر شریعت (رویکرد طراحی بومی) در جدول ذیل پرداخته می‌شود:

جدول ٤: تفاوت‌های رویکرد تطبیقی (تطابق با شریعت) و طراحی بومی در طراحی ابزارهای مالی اسلامی

شرح	رویکرد طراحی بومی	رویکرد تطبیقی (امضایی)
آغاز	شروع با تمرکز بر نیازهای واقعی.	شروع با تمرکز بر ابزار مالی موجود.
دیدگاه	بررسی نیازهای اساسی و عمیق شدن در رفع بلندمدت نیازهای اقتصادی و مالی جامعه مسلمین.	رفع نیاز جاری بر اساس مقتضیات زمان و ابزارهای رایج در بازارهای توسعه‌یافته و اسلامی.
	رویکرد کلان نگر.	رویکرد بیشتر جزءنگر و عمیق در مسأله جاری.
تعامل با شریعت	علاوه بر رفع تعارض فقهی، هم‌خوانی با روح شریعت، و دیدگاه اسلام در مورد انسان نیز مورد توجه است.	رفع تعارض فقهی و تطابق با شریعت لحاظ می‌شود.
نگرش نسبت به قرآن کریم	تلاش در جهت در نظر گرفتن کلیت آیات قرآن همراه با در نظر گرفتن اصول فقه.	توجه بیشتر به آیات الاحکام و آنچه در باب قواعد فقهی مطرح می‌شود.

Archive of SID

www.SID.ir

شرح	رویکرد طراحی بومی	رویکرد تطبیقی (امضایی)
ویژگی‌ها	تلاش در جهت پیش‌رو بودن در طراحی ابزارهای مالی در کنار بهره بردن از محصولات دیگر نظام‌های مالی؛ به دلیل عدم تبیین درست، طرفداران کمتری در بین فعالین بازارهای مالی دارد.	نگاه به مبدع بیرونی؛ امکان مهندسی معکوس و کسب تجربه از دانش مدرن مالی؛ طرفداران بیشتری بین فعالین بازارهای مالی دارد؛
	در تمدن‌سازی اسلامی، پتانسیل بیشتری دارد.	مدرن‌سازی بازارهای مالی و پیشرفت و توسعه همسو با بازارهای توسعه‌یافته
نگرش به تجربه بشری	در عین استفاده از نتایج دانش و تجربه بشری، در مورد مسائل اساسی و نیازهای واقعی، دیدگاه نرم‌افزاری دارد	به دنبال حل مسائل فقهی ابزارهای مالی متعارف و بهره‌برداری از آنان در راستای حل مسائل است.
مزایا	• تحول‌خواهی؛ • رضایت‌مندی مخاطبین و مشتریان؛ • احتمال ترویج و پذیرش بیشتر ابزارهای مالی طراحی‌شده؛ • به دنبال رفع نیازهای واقعی اقتصادی و مالی؛ • متعلق بودن به فرهنگ بومی؛ • احتمال رضایت بیشتر شارع مقدس؛ • توجه به دیدگاه انسان‌شناسی اسلام.	• سرعت بیشتر در طراحی و بهره‌برداری؛ • استفاده از ابزارهای تجربه شده، وجود دانش تئوریک و دانشگاهی؛ • رفع نیازهای مالی جاری؛ • کم شدن آزمون و خطا؛ • بررسی عمیق قواعد فقهی و مستند نمودن رد یا قبول ابزارهای مالی به فقه آل‌محمد(ص).
معایب، چالش‌ها	• عدم تبیین درست این رویکرد در جامعه به دلیل غلبه رویکرد رایج تطابق فقهی؛ • زمان‌بر بودن و نیاز به تلاش، دانش و	• احتمال بروز تعارض ابزارهای مالی ناهم‌سنخ با فرهنگ و سیستم کلان مالی اسلامی کشور در بلندمدت؛

Archive of SID

www.SID.ir

شرح	رویکرد طراحی بومی	رویکرد تطبیقی (امضایی)
	هوشمندی بیشتر؛ • فقر دانش تئوریک (دانشگاهی) در عین دسترسی به منابع غنی اسلامی؛ • نیازمند رویکرد اجتهادی متفاوت؛ • سخت بودن آزمون ابزارهای مورد طراحی؛ • احتمال چالش‌برانگیز بودن در بین برخی خبرگان فقهی مالی.	• برخی تعارضات درونی قابل‌مشاهده ابزارهای مالی (علی‌الخصوص بانکی) با شرع مقدس؛ • عدم امکان رقابت با ابزارهای اصلی مورد بهره‌برداری به دلیل بیشتر شدن ریسک عملیاتی و قراردادهای پیوست ابزارهای مالی.
کشورهای پیش‌رو	---	ایران، مالزی، عربستان و ترکیه.
دانشمندان معروف	برخی از مباحث تئوریک توسط علمایی چون شهید صدر، عمر چپرا، چوذری، ازنان بن حسن، سامی سویلم اراده شده است.	منذر کهف، عباس میرآخور، موسویان و بیشتر علمای مالی اسلامی در ایران، عربستان، مالزی، لندن و سنگاپور.
رویکرد انسان‌شناختی	توجه اساسی به این نکته که طراحی ابزارهای مالی اسلامی در یک علم انسان‌محور صورت می‌گیرد و نیاز به شناخت مکتب انسان‌شناسی اسلامی و در نظر گرفتن کنترل تمایلات نفسانی انسان از دیدگاه شریعت بایستی در انتشار ابزارهای مالی مورد توجه باشد که در این رویکرد به این نکته بیشتر توجه می‌شود.	تلاش شده است که در قالب قواعد فقهی به موضوع مهم انسان در جامعه نیز توجه شود برای مثال قاعده لاضرر، عدم غرری بودن و نیز عدم اکل مال به باطل، ولی در تمامی این موارد توجه به قصد و نیت معامله‌گر نیز ضروری است.

منبع: یافته‌های تحقیق

Archive of SID

www.SID.ir

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در مالی اسلامی فرآیند استانداردی که در دنیا برای ارائه و اشاعه نوآوری‌های مالی پیروی می‌شود، وجود ندارد و بیشتر از رویکرد تقلیدی از الگوهای رایج در نظام‌های مالی توسعه‌یافته و رفع تعارضات فقهی استفاده شده است.

براساس بررسی‌های صورت گرفته چند دسته عوامل هستند که مانع از موفقیت نوآوری در ابزارهای مالی اسلامی در ایران شده‌اند که عبارتنداز: موانع ساختاری؛ موانع قانونی؛ چالش‌های فقهی؛ موانع سیاست‌گذاری؛ موانع بازاری؛ موانع فنی، تخصصی؛ موانع بازاریابی و عملیاتی.

از سویی می‌بینیم که وضعیت فعلی انتشار ابزارهای نوین مالی اسلامی پس از انقلاب اسلامی که هنوز بعد از ۳۷ سال از آن به دوره گذار تعبیر می‌شود، با وضع ایدآل فاصله زیادی دارد که ضرورت سیاست‌گذاری در این عرصه را بیش از پیش نشان می‌دهد.

در بررسی موردی مختصری که از ابزارهای مالی اسلامی رایج در بازار سرمایه ایران صورت گیرد، می‌توان برخی آثار منفی و بعضاً زیان‌آور روش‌شناسی صرفاً رفع تعارض فقهی و عدم کل‌نگری در طراحی ابزارهای مالی را در بلندمدت مشاهده نمود که در ظاهر امر اثرگذار بر دین‌مداری جامعه بوده و متأسفانه ممکن است در باطن امر اثرات تکوینی سوئی نیز دارا باشد، این خسران به وجود آمده در دوران‌گذار را بایستی هر چه زودتر با تغییر روش‌شناسی‌های طراحی ابزارهای مالی اسلامی با الهام گرفتن از روح حاکم بر شریعت اصلاح نمود.

یادداشت‌ها

1. Ryan & Grass
2. Rogers
3. Innovation Diffusion
٤. برگرفته شده از مقاله «اشاعه نوآوری و تقلب در بازار رهنی مسکن».
5. A Dissertation Submitted to the Graduate School of the University of Cincinnati
6. Lerner
7. Benhorim & Silber
8. New Financial Things, the Origins of Financial Innovation

Archive of SID

www.SID.ir

9. Frames & White
10. Appropriability
11. Collaboration
12. Hener & Betzog
13. Evolutionary Approach to Financial Innovation
14. Open Interests
15. Geithner
16. Hedg Fund
17. Badi & Merton
18. Design of Financial Systems
19. Tofano
20. Financial Innovation and First Mover Advantages

۲۱. ارائه شده توسط راجرز (۲۰۰۳).

22. Hornick
23. Roger & Schumacher

٢٤. تحقیق دانشگاه ویرجینیا تک- دپارتمان توسعه شهری آمریکا.

25. Early Majority
26. Later Majority
27. Laggards
28. Scurve (or Logistic Function)
29. S-curve Adoption Pattern
30. The Consequences of Financial Innovation :A Counterfactual Reserch Agenda.
31. Potential Adopters
32. Opinion Leaders
33. Relative Advantage
34. Compatibility
35. Complexity
36. Trialability
37. Observability
38. Alswilm
39. Chowdhuri
40. Aznan
41. Optimal Shari'ah Governance Model in Islamic Finance Regulation
42. Chapra

٤٣. پژوهش‌های قبلی که به عوامل فوق پرداخته‌اند، در بخش منابع و مأخذ آمده‌اند.

44. Adopters
45. Segmentation

٤٦. اثرگذار بر عدم موفقیت قرارداد آتی مس و فولاد، اختیار معامله کالایی، قرارداد آتی تک سهم به دلیل عدم تصور سودآوری کوتاه‌مدت از طراحی آنها برای شرکت‌های انتفاعی و همراه شدن آن با عدم حمایت سازمان‌های ناظر.

٤٧. اثرگذار بر شکست صندوق ارزی و قرارداد آتی ارز.

Archive of SID

www.SID.ir

٤٨. تأثیرگذار بر شکست قرارداد آتی مفتول مس و اختیار معامله سهام
49. Private Placement
۵۰. تأثیرگذار بر شکست اغلب ابزارهای ساختاریافته مرتبط با سهام از قبیل اختیار تبعی سهام و تعهد پذیره‌نویسی سهام یا اختیار فروش ضمنی.
۵۱. تأثیر عمده بر شکست اکثر ابزارهای تأمین مالی با سود منعطف.
۵۲. ازجمله عوامل مؤثر در طولانی و سخت شدن روند انتشار اوراق صکوک.
53. CDS
٥٤. تأثیرگذار بر عدم موفقیت قرارداد آتی مفتول مس و قرارداد آتی برخی دیگر کالاها به دلیل انحصار تعداد معدودی شرکت بر قیمت.
۵۵. تأثیرگذار بر شکست اکثر قراردادهای آتی کالایی ازجمله مفتول، فولاد و زیره و ...
٥٦. بسیار مؤثر بر شکست اوراق اجاره ارزی، صندوق ارزی و قرارداد آتی ارز.
۵۷. این مسأله در خیلی از مقالات پژوهشی به‌عنوان عامل تأثیرگذار بر پذیرندگان متأخر و طولانی شدن اشاعه ابزارهای مالی نوین نامبرده شده است.
۵۸. دو عامل اصلی در کاهش اشاعه ابزارها تأمین مالی مرتبط با سهام.
۵۹. شایان ذکر است که این پرسشنامه در خصوص عواملی خارج از این موارد احصا شده صحبتی نمی‌کند و صرفاً عوامل مؤثر شناسایی شده در این مقاله را به رأی گذاشته است.
60. Segmentation
61. Greed
٦٢. فرمود: «إِنَّمَا الْعِلْمُ» با «إنّما» حصر، «إِنَّمَا الْعِلْمُ ثَلَاثَةٌ»؛ آنچه مشکل حوزه‌های فعلی ماست این است که ما گفتیم آیه محکمه فقه و اصول، فریضه عادله فقه و اصول، سنت قائمه فقه و اصول! از فلسفه و کلام و حکمت و برهان و این‌ها خبری نیست، ۱- از اخلاق و حقوق اثری نیست، ۲- به فقه و اصول رسیدیم، ۳- ما هر سه را در فقه و اصول خلاصه کردیم. درحالی‌که آن‌که گفت: «طَلَبُ العِلمِ فَرِيضَةٌ» نه «فَريضٌ»، اولین «إنما» آن، علوم عقلی و استدلالی است (حضرت آیت‌الله جوادی آملی، ۱۳۹۵/۱۰/۰۲، درس اخلاق).

کتابنامه

روزنهد، جاناتان و جان مینجرز (۱۳۹۲). *مدلسازی نرم در مدیریت*، مترجمان: عادل آذر و علی انوری، تهران: نگاه دانش.

Archive of SID

www.SID.ir

طباطبایی، محمدحسین (۱۳۸۸). انسان از آغاز تا انجام، مترجمه: صادق آملی‌لاریجانی و به کوشش هادی خسروشاهی، قم: بوستان کتاب.

مصباحی‌مقدم، غلامرضا، حمیدرضا اسمعیلی‌گیوی و علیرضا ناصرپور (۱۳۸۹). «ارائه مدل مفهومی شاخص‌های موفقیت قراردادهای آتی پیشنهادی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران»، *جستارهای اقتصادی*، دوره ۷، شماره ۱۳، ۴۵-۷۲.

میلز، پاول و جان پرسلی (۱۳۸۲). *ملاحظاتی در ابزارهای تأمین مالی در اسلام؛ نظریه و عمل*، مترجمان: یدالله دادگر، سیداسحق علوی، قم: دانشگاه مفید.

نیکومرام، هاشم و حسین نزاکتی‌علیزاده (۱۳۸٤). «ارزیابی نظریه بسط و گسترش نوآوری‌ها در ارتباط با زمان پذیرش مصرف‌کنندگان صنایع الکترونیک»، *آینده پژوهی مدیریت*، شماره ٦٧، ٤١-٥٤.

Akhavein, J., Frame, W. S., & White, L. J. (2005). The Diffusion of Financial Innovations: An Examination of the Adoption of Small Business Credit Scoring by Large Banking Organizations. *The Journal of Business*, *78*(2), 577-596.

Allen, F., & Gale, D. (1991). Arbitrage, Short Sales, and Financial Innovation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1041-1068.

Ang, J. B., & Kumar, S. (2014). Financial Development and Barriers to the Cross-Border Diffusion of Financial Innovation. *Journal of Banking & Finance*, *39*, 43-56.

Black, D. G. (1985). *Success and Failure of Futures Contracts: Theory and Empirical Evidence* (Doctoral Dissertation, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration, New York University).

Bofondi, M., & Lotti, F. (2006). Innovation in the Retail Banking Industry: the Diffusion of Credit Scoring. *Review of Industrial Organization*, *28*(4), 343-358.

Chu, W. (2008). Diffusion of Innovation: the Case of Mobile Communications in Taiwan.

Elul, R. (1995). Welfare Effects of Financial Innovation in Incomplete Markets Economies With Several Consumption Goods. *Journal of Economic Theory*, *65*(1), 43-78.

Fabozzi, F. J. (Ed.). (2008). *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments* (Vol. 1). John Wiley & Sons.

Archive of SID

www.SID.ir

Fisher, L., Brick, I. E., & Ng, F. K. (1983). Tax Incentives and Financial Innovation: The Case of Zero - Coupon and Other Deep - Discount Corrorate Bonds. *Financial Review*, *18*(4), 292-305.

Finnerty, J. D. (1992). An Overview of Corporate Securities Innovation. *Journal of Applied Corporate Finance*, *4*(4), 23-39.

Frame, W. S., & White, L. J. (2014). Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking. *The Oxford Handbook of Banking*, 271.

Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1981). Resolving the Agency Problems of External Capital Through Options. *The Journal of Finance*, *36*(3), 629-647.

Kumar, L., Malathy, D., & Ganesh, L. S. (2011). The Diffusion of ATM Technology in Indian Banking. *Journal of Economic Studies*, *38*(4), 483-500.

Lee, E. J., Kwon, K. N., & Schumann, D. W. (2005). Segmenting the non-Adopter Category in the Diffusion of Internet Banking. *International Journal of Bank Marketing*, *23*(5), 414-437.

Lerner, J. (2002). Where does State Street lead? A First Look at Finance Patents, 1971 to 2000. *The Journal of Finance*, *57*(2), 901-930.

Mason, S., Merton, R. C., Perold, A. F., & Tufano, P. (1994). *Cases in Financial Engineering: Applied Studies of Financial Innovation*. Prentice Hall.

Merton, R. C. (1992). Financial Innovation and Economic Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, *4*(4), 12-22.

Molyneux, P., & Shamroukh, N. (1996). Diffusion of Financial Innovations: the Case of Junk Bonds and Note Issuance Facilities. *Journal of Money, Credit and Banking*, *28*(3), 502-522.

Persons, J. C., & Warther, V. A. (1997). Boom and Bust Patterns in the Adoption of Financial Innovations. *The Review of Financial Studies*, *10*(4), 939-967.

Pennings, J., & Leuthold, R. (1999). Commodity Futures Contract Viability: a Multidisciplinary Approach.

Silber, W. (1983), The Process of Financial Innovation, *American Economic Review*, 73:89-95.

Tufano, P. (1989). Financial Innovation and First - Mover Advantages. *Journal of Financial Economics*, *25*(2), 213-240.

Tufano, P. (1995). Securities Innovations: a Historical and Functional Perspective. *Journal of Applied Corporate Finance*, *7*(4), 90-104.

Tufano, P. (1997). Business Failure, Judicial Intervention, and Financial Innovation: Restructuring US Railroads in the Nineteenth Century. *Business History Review*, *71*(1), 1-40.

Tufano, P. (2003). Financial Innovation. In *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1,307-335.

Tufano, P., & Poetszcher, C. (1996). Financial Engineering and Tax Risk: The Case of Times Mirror PEPS, 297-056.

Archive of SID

www.SID.ir

Wright, M., & Charlett, D. (1995). New Product Diffusion Models in Marketing: an Assessment of two Approaches. *Marketing Bulletin*, *6*(4), 32-41.

Archive of SID

www.SID.ir