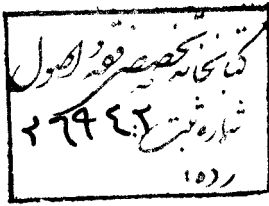


بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



فهم

تأمین مالی اسلامی؛

مطالعة بازار اوراق بهادار در چارچوبی اسلامی

م.ا. منان

ترجمة دکترو کامران ندري

استاديار دانشگاه امام صادق(ع)



انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)

سرشناس: عبدالمنان، محمد، ۱۹۳۸ - م.

Mannan, Muhammad Abdul

عنوان و پدیدآور: فهم تأمین مالی اسلامی: مطالعه بازار اوراق بهادار در چارچوبی اسلامی / م. ا. منان؛ مترجم کامران ندری.

مشخصات نشر: تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۶.

مشخصات ظاهری: ۱۸۰ ص.

فروست: دانشگاه امام صادق (ع): ۵۱؛

شابک: ۱۷۰۰۰ ریال: ۴۰-۷-۹۶۴-۷۷۴۶

وضعیت فهرست نویسی: فیا

یادداشت: عنوان اصلی: Understanding Islamic: a study of the securities market in Islamic framework

یادداشت: کتابنامه: ص. ۱۷۷-۱۸۰.

موضوع: اوراق بهادار (فقه).

شماره افزوده: ندری، کامران، ۱۳۴۶-

رده بندی کنگره: ۱۳۸۶: ۸۲۴/۱۹۸/۶-۱۳۴۶

رده بندی دیویی: ۲۹۷/۳۷۹

شماره کتابخانه ملی: ۱۰۲۶۵۰۳

فهم تأمین مالی اسلامی

تألیف: محمد عبدالمنان

ترجمه: کامران ندری

انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)

چاپ اول - ۱۳۸۶

۱۰۰۰ نسخه

۱۷۰۰۰ ریال

شابک ۷-۴۰-۹۶۴-۷۷۴۶

چاپ و صحافی: طوبی

همه حقوق محفوظ و متعلق به ناشر است.

تهران - بزرگراه شهید چمران - پل مدیریت - صندوق پستی ۱۴۶۵۵-۱۵۹

تلفن ۸۸۳۲۰۱۴۲ دورنگار: ۸۸۰۹۴۹۱۵

فهرست مطالب

صفحه	عناوین
۵	فهرست مطالب
۱۱	پیش گفتار (ناشر)
۱۳	پیش درآمد
۱۵	یادداشت مؤلف
۱۷	چکیده

بخش اول: چارچوب نظری و مفهومی

۱۹	فصل اول: مقدمه
۲۱	۱-۱. طرح مسئله
۲۴	۲-۱. حیطه بررسی
۲۵	۳-۱. فروض اساسی
۲۶	۴-۱. روش مطالعه

فصل دوم: برخی از ویژگیهای مفهوم اسلامی بیع و دلالتهای آن در بازارهای

۲۷	مالی اسلامی
۲۹	۱-۲. مقدمه
۳۰	۲-۲. ویژگیهای بیع
۳۰	۱-۲-۲. معامله سلف (بیع السلم)
۳۶	۲-۲-۲. معاملات نسینة (بیع المؤجل)

- ۳۸ ۲-۲-۳. دکترین خیارات در عقود
- ۴۰ ۲-۲-۴. مفهوم معامله بدون زیادتی
- ۴۲ ۲-۲-۵. اصل معاوضه
- ۴۴ ۲-۲-۶. اصل حق شفعه
- ۴۴ ۲-۳. نتیجه
- ۴۷ فصل سوم: چارچوب تحلیلی بازار اوراق بهادار اسلامی؛ مبنای منطقی و ماهیت آن
- ۴۹ ۳-۱. هدف و مبنای منطقی
- ۴۹ ۳-۱-۱. مبنای فلسفی
- ۵۱ ۳-۱-۲. انتشار اطلاعات مالی
- ۵۲ ۳-۱-۳. جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات
- ۵۳ ۳-۱-۴. نقدپذیری از طریق قابلیت خرید و فروش داراییهای مالی در بازار
- ۵۴ ۳-۱-۵. رقابت مشارکتی
- ۵۵ ۳-۱-۶. فرصتهای سرمایه‌گذاری مختلف
- ۵۶ ۳-۱-۷. اوراق بهادار به عنوان وثیقه
- ۵۷ ۳-۲. چارچوب اسلامی بازار اوراق بهادار
- ۵۷ ۳-۲-۱. وام
- ۶۰ ۳-۲-۲. مشارکت
- ۶۲ ۳-۲-۳. مضاربه
- ۶۴ ۳-۲-۴. مرابحه
- ۶۶ ۳-۲-۵. بیع سلف
- ۶۶ ۳-۳. اصول عملیاتی
- ۶۸ ۳-۴. نتیجه

بخش دوم: نقد چارچوب نهادی غربی

فصل چهارم: دورنمای اسلامی در مورد رفتار شرکت کنندگان در بازار اوراق بهادار ۶۹

۱-۴. مقدمه ۷۱

۲-۴. سرمایه گذاران ۷۲

۱-۲-۴. سفته بازی: پیش خرید کنندگان، پیش فروش کنندگان و دلالان ۷۴

۲-۲-۴. منافع سفته بازی در مقابل منافع سرمایه ای ۷۷

۳-۲-۴. دلالان و کارگزاران به عنوان سفته باز ۸۳

۴-۲-۴. پوشش دهندگان خطر ۸۴

۵-۲-۴. معامله کنندگان داراییها در بازارهای مختلف ۸۴

۳-۴. نتیجه گیری و راهبردهای سیاستی ۸۵

فصل پنجم: عملیات بازار اوراق بهادار غربی؛ یک ارزیابی اسلامی ۸۷

۱-۵. مقدمه ۸۹

۲-۵. مسئولیت محدود ۹۰

۳-۵. سود سهام و سهامهای مبتنی بر بهره ۹۰

۱-۳-۵. سهام ترجیحی ۹۰

۲-۳-۵. انواع قرضه ۹۱

۳-۳-۵. اوراق بهادار خزانه داری و اسناد ثبت شده بدون تاریخ ۹۲

۴-۳-۵. اوراق تجاری ۹۳

۴-۵. بازارهای ثانویه برای اوراق بهادار ۹۴

۱-۴-۵. سهام خارج از بورس ۹۶

۲-۴-۵. خرید نسبه سهام ۹۷

۳-۴-۵. بازار سهام با حق اختیار ۹۸

۵-۵. نتیجه گیری ۹۹

بخش سوم: چارچوب عملیاتی

فصل ششم: برخی مسائل و موارد مربوط به بازار اوراق بهادار اسلامی ۱۰۱

۱-۶. مقدمه ۱۰۳

۲-۶. مسائل و موارد کلیدی ۱۰۳

۱-۲-۶. شاخص گذاری ۱۰۴

۲-۲-۶. مکان جغرافیایی و نحوه توزیع مالکیت سهام ۱۰۷

۳-۲-۶. سود شرکتها و برنامه های تثبیت سود سهام ۱۰۹

۴-۲-۶. بنگاههایی که به صورت خانوادگی اداره می شوند و نسبت

بدهی به ارزش خالص داراییها ۱۱۱

۵-۲-۶. نبود شرکت های سهامی کشاورزی ۱۱۴

۶-۲-۶. هزینه های اطلاعاتی نامناسب و جزء جزء ۱۱۵

۷-۲-۶. گواهیه ها / سهام مرتبط با پیمان اختیار حق انتخاب ۱۱۶

۸-۲-۶. حق شفعه در بازارهای اوراق بهادار ۱۱۷

۹-۲-۶. گواهیه ها / سهام مرتبط با پرداخت های تأخیری ۱۱۸

۳-۶. نتیجه گیری ۱۱۹

فصل هفتم: مروری بر ابزارهای مالی اسلامی ۱۲۱

۱-۷. بیمه و گواهیه های مالی اسلامی ۱۲۴

۲-۷. بانکداری بدون ربا در پاکستان ۱۲۵

۱-۲-۷. تأمین مالی از طریق قرض ۱۲۶

۲-۲-۷. شیوه تأمین مالی مبتنی بر خرید و فروش ۱۲۶

۳-۲-۷. شیوه های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه گذاری ۱۲۷

۳-۷	تعیین ارزش دارایی	۱۲۷
۴-۷	انتخاب ابزارهای مالی: ظرافتهای نظری	۱۳۲
۵-۷	پیشنهاد چند ابزار مالی اسلامی جدید	۱۳۴
۱-۵-۷	گواهی قرض ساده	۱۳۶
۲-۵-۷	گواهی قرض متصل به شاخص	۱۳۶
۳-۵-۷	اوراق تجاری کوتاه مدت اسلامی	۱۳۷
۴-۵-۷	اوراق قرضه / سهام / گواهیهای سرمایه گذاری تلفیقی	۱۳۷
۵-۵-۷	گواهی سهم بری در سود	۱۳۹
۶-۵-۷	گواهی نرخ انتظاری سود سهام	۱۳۹
۷-۵-۷	گواهی سهم بری در اجاره و گواهی نرخ مورد انتظار اجاره	۱۴۰
۸-۵-۷	گواهی تعهد شراکت	۱۴۰
۹-۵-۷	گواهی زکات	۱۴۱
۱۰-۵-۷	گواهی سرمایه انسانی	۱۴۱
۶-۷	نتیجه گیری	۱۴۶

بخش چهارم: چارچوب برنامه عملیاتی

فصل هشتم: بانک توسعه اسلامی و تجهیز منابع	۱۴۹
۱-۸. مقدمه: دغدغه های موجود	۱۵۱
۲-۸. استراتژی آینده	۱۵۲
فصل نهم: نتیجه گیری و توصیه های اساسی؛ دستوری برای عمل	۱۵۷
نشانه ها و علائم اختصاری	۱۷۵
کتابنامه	۱۷۷

پیش گفتار (ناشر)

شاید کمتر پدیده‌ای را بتوان در حوزه اقتصاد اسلامی سراغ گرفت که همچون مقوله «اوراق بهادار» طی سالهای گذشته مورد توجه نظری- عملیاتی قرار گرفته باشد؛ تولید انبوه متون و ادبیات مربوط به اصل موضوع «اوراق بهادار»، تنوع گونه‌های پدیدآمده در ذیل این عنوان کلی و رواج گسترده آنها، منجر شده است تا این پدیده به موضوعی مهم در حوزه کلان اقتصاد تبدیل شود و در پی آن فراگیری گسترده‌ای در بطن جامعه نیز بیابد.

مسائل پیش گفته، دلالت بر آن دارد که اقتصاد اسلامی نمی‌تواند نسبت به درک، تحلیل و موضع‌گیری در قبال این پدیده ساکت باشد، لذا «مطالعات اسلامی» باید به ارائه دیدگاه پردازد. خوشبختانه این مهم در حوزه‌های مختلف اسلامی انجام شده است و امروزه شاهد عرضه دیدگاههای انتقادی- ایجابی می‌باشیم که به دنبال بیان ماهیت «بازارهای مالی اسلامی» است. دانشگاه امام صادق (ع) حسب رسالتی که دارد، با توجه به توان حوزه‌های علمی‌اش تاکنون به اشکال مختلف به این موضوع اهتمام ورزیده است. در این راستا، سه نوع کار در برنامه پژوهشی دانشگاه تعریف شده است:

اول. تحقیق و تألیف اثر مستقل با رویکرد شیعی که تاکنون بالغ بر ده (۱۰) عنوان گزارش و سه عنوان کتاب به همراه چندین عنوان پایان‌نامه تألیف و عرضه شده است؛

دوم. بررسی انتقادی که در قالب نشستهای علمی طی دو سال گذشته انجام شده است؛

سوم. ترجمه دیدگاههای مرتبط برای آشنایی با دیدگاههای علمی - اسلامی که حدود سه عنوان اثر در این خصوص در برنامه پژوهشی دانشگاه قرار دارد و اثر حاضر در این ردیف جای دارد.

آنچه در خصوص ترجمهها درخور توجه می‌نماید، آن است که:

۱. تلاش شده است تا از منابع مهم و دقیق ارائه شده توسط کارشناسان

اسلامی برای توجیه استفاده شود؛

۲. این آثار، گرچه عمدتاً بر پایه دیدگاههای اهل تسنن تألیف شده،

به دلیل توجه به مبانی و مواضع مشترک بین اهل تسنن و تشیع، توسط نویسندگان و تحلیلگران شیعی نیز قابل استفاده است؛

۳. از آنجا که هدف دیدگاههای استدلالی برای رسیدن به ایده‌های

نوین است، حتی نقد دیدگاههای مطرح شده در این آثار ترجمه‌ای نیز می‌تواند به توسعه دانش کمک کند و کمکی برای دیدگاههای دینی است. در همین ارتباط ناشر با آوردن یادداشتهایی تلاش می‌کند تا مواضع مهمی را برای نقد و بررسی معرفی کند.

انتشارات دانشگاه امام صادق(ع) ضمن عرضه این آثار از مجموعه

آثار «نظام مالی اسلامی» به همه دانشجویان، اساتید و پژوهشگران، پیشاپیش از دریافت دیدگاههای تکمیلی و انتقادی ایشان استقبال می‌کند و آمادگی خود را برای دریافت و نشر آثاری مشابه، به ویژه با تأکید به آثار تألیفی بر پایه فقه شیعی، اعلام می‌دارد.

انتشارات دانشگاه امام صادق(ع)

پیش درآمد

بانک توسعه اسلامی (IDB) یک مؤسسه مالی بین‌المللی است که منابع تأمین مالی توسعه اقتصادی و پیشرفت اجتماعی کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی (OIC)، و در ابعادی وسیع‌تر، جامعه اسلامی را فراهم می‌کند؛ در کنار سایر وظایف، مسئولیت انجام تحقیقات و آموزشهای اولیه در حوزه اقتصاد اسلامی، بانکداری و تأمین مالی اسلامی و سایر زمینه‌های مربوطه را به منظور توسعه بیشتر کشورهای عضو و جامعه اسلامی در کشورهای غیر عضو داراست.

با توجه به اهمیت این مسئولیت، در IDB به سال ۱۴۰۱/۱۹۸۱م. مؤسسه آموزش و تحقیقات اسلامی (IRTI) ایجاد شد. مطابق با اساسنامه، هدف IRTI انجام تحقیقات در زمینه فعالیتهای اقتصادی، مالی و بانکداری در کشورهای اسلامی بر اساس موازین شرعی و توسعه امکانات آموزش در زمینه مربوط به این فعالیتها برای اطلاعات شخصی افراد است.

در راستای تحقق این اهداف، IRTI فعالیتهای زیادی در چارچوب برنامه‌های سالانه خود را که شامل طرحهای تحقیقاتی داخلی، انجام تحقیقات توسط اندیشمندان خارجی و برپایی همایشها و نشستهای به طور مستقل، یا با همکاری دیگر مؤسسات و مواردی دیگر است، بر عهده دارد.

تحقیق حاضر، «فهم تأمین مالی اسلامی: مطالعه بازار اوراق بهادار در چارچوبی اسلامی» توسط دکتر م.ا. منان به عنوان بخشی از برنامه تحقیقات خارجی IRTI انجام گرفته است؛ در حالی که مؤلف عضو هیئت

علمی پژوهشی مرکز تحقیقات اقتصاد اسلامی دانشگاه عبدالعزیز در جده است.

بانک توسعه اسلامی اهمیت زیادی برای توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی قائل است و این مطالعه به حق، زمینه توسعه این بازارها را فراهم کرده است. امید است انتشار این تحقیق با تبیین مباحث و افکار مربوط به موضوعی چنین با اهمیت بتواند به توسعه کشورهای عضو کمک کند.

پروفسور عبدالحمید الغزالی
مدیر مؤسسه آموزش و تحقیقات اسلامی

یادداشت مؤلف

در این مطالعه تلاش شده است به شیوه ای عینی و علمی امکان ایجاد بازارهای اوراق بهادار اسلامی (ISM) نشان داده شود؛ به طوری که بتواند مبنایی برای اعمال سیاستهای مؤثر باشد. در تجزیه و تحلیل چارچوب بازارهای اوراق بهادار اسلامی از روش مقایسه سیاستها با یکدیگر استفاده شده است. بر اساس اطلاعات اینجانب، تحقیق حاضر جامع ترین کار در این موضوع به زبان انگلیسی است. این استغنا از تلاشهای بیشتر نیست. در واقع، در این تحقیق مسائلی مطرح شده است که انتظار می رود پایه ای برای تحقیقات بعدی باشد. با این وجود، بسته سیاستی که از این تحقیق نتیجه می شود، می تواند چارچوبی برای برنامه های عملی باشد. ذکر این نکته در اینجا لازم است که این کار اساساً بر پایه اطلاعات دسته دوم و ترجمه شده از متون عربی به انگلیسی بنا شده است.

لازم به ذکر است که این مطالعه به عنوان بخشی از تحقیقات خارجی مؤسسه آموزش و تحقیقات اسلامی در اواخر سال ۱۹۸۲م. انجام شده است. سپس چندین بار به منظور چاپ تجدید نظر شده است.

مایه خرسندی است که از کمکهای ارزشمند و تخصصی پروفیسور نوزت یالکیتاس، دکتر سامی حمود در بانک توسعه اسلامی، آقای ویلیام هو، دکتر امین الاسلام، آقای تیتوس و آقای ایجی کوبایاشی در بانک

توسعه آسیایی و سایر افرادی که در انجام این تحقیق مساعدت کردند،
قدردانی کنم.

همچنین از جناب دکتر احمد محمد علی، رئیس IDB، دکتر قاضی
مدانی، قائم مقام دانشگاه عبدالعزيز جده و دکتر عمر حافظ مدیر مرکز
بین الملل تحقیقات در اقتصاد اسلامی برای تشویقات و همکاریهای آنها
در جریان انجام این کار تشکر کنم.

از همسرم، نرگس منان؛ دخترم، رشمی؛ و پسر، غالب، برای کمکها
و حمایتهایشان تشکر می کنم.

از آقای محمد ایوب، امانوئل هاگ و ابراهیم میان در مؤسسه آموزش
و تحقیقات اسلامی (IRTI) برای حروفچینی عالی این کار سپاسگذارم.
و در آخر، باید متذکر شوم که این جانب مسئول تمام دیدگاهها،
خطاها و کمبودهایی هستم که در این مطالعه وجود دارد.

م.ا. منان

چکیده^۱

این مطالعه نشان می‌دهد که از دیدگاه شرعی بازارهای اوراق بهادار اسلامی (ISM) امری دست‌یافتنی است.^۲ در این مطالعه از واژه «اوراق بهادار» در معنای وسیع خود استفاده شده است که شامل تعهدات مالی بلندمدت و کوتاه‌مدت و سهام با هر سرسیدی می‌شود؛ بنابراین، در اینجا واژه «بازار اوراق بهادار» تقریباً معادل «بازار مالی» است.

روش این تحقیق در تحلیل چارچوب بازار اوراق بهادار، مقایسه‌ای و تطبیقی است. این مطالعه نشان می‌دهد که بخش گسترده‌ای از عملیات بازارهای اوراق بهادار غربی و رفتار شرکت‌کنندگان در آن بازارها از نظر اسلامی غیرشرعی است؛ بنابراین، ماهیت و ویژگیهای انواع مختلف اوراق بهادار مانند سهام عادی، سهام ممتاز، دیون، اوراق تجاری، عملیات بازار بورس، خرید و فروش نسبیته سهام، سهام خارج از بورس، و عملیات مربوط به قراردادهای دارای حق انتخاب را بر اساس موازین شرعی

۱. مؤلف از داوران ناشناسی که با پیشنهادهای ارزشمند خود موجب بهبود نسخه اولیه این مطالعه در سال ۱۹۸۲م. شدند، قدردانی می‌کند. نظر یکی از آنان در مورد این تحقیق این است که «تک‌نگاشته‌ای عالی» است و نظر دیگری این است که «طلیعه‌ای برای تحقیقات بعدی» است. از آنان برای کمکهایشان متشکرم.

۲. این فرضیه بر اساس برداشت مؤلف از منابع دینی مطابق با روایت اهل سنت ارائه شده است (ناشر).

بررسی می‌کند. رفتار سرمایه‌گذارانی که هدف آنها از سرمایه‌گذاری در سهام اساساً کسب سود متعلقه به سهام است، مورد تأیید اسلام است؛ در حالی که رفتار بورس‌بازان، پوشش‌دهندگان ریسک و آربیتراژرها در کل مورد سؤال است.

واقعیت این است که اقتصاد اسلامی یک اقتصاد مشارکتی است. ارکان بازارهای اوراق بهادار اسلامی را می‌توان بر پایه مفهوم مشارکت، مضاربه و مرابحه گسترش داد؛ بنابراین، نشان داده می‌شود از آنجا که هزینه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اساساً تابعی از نرخ بازده است، بازار اوراق بهادار اسلامی می‌تواند به طور درونزا موجب ثبات سرمایه‌گذاری باشد و کمتر در معرض خطر بورس‌بازی قرار گیرد. این مطالعه نشان می‌دهد حلیت درآمدهای ناشی از بورس‌بازی در شریعت اسلام مورد تردید است؛ با این همه، در مورد سود سرمایه‌ای ممکن است نتوان به چنین نتیجه‌ای رسید. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود برخی از جوانب مفید بیع مانند امکان پیش‌فروش (سلف) و بیع نسبیّه (بیع المؤجل)، که مورد تأیید اسلام است، چنانچه بر پایه موازین شرعی در بازارهای مالی اسلامی عملیاتی شود، می‌تواند کاربردهای مفیدی داشته باشد.

در این ارتباط مسائل و موارد متعددی مانند گواهیهای مالی متصل به شاخص، بازارهای کوچک و جدا از هم، و توزیع مالکیت سهام به طور خاص برجسته شده است.

تحلیل‌های نظری متکی بر مرور تلاشهای اخیر در زمینه اوراق قرضه اسلامی و گواهیهایی است که توسط بانکها و شرکتهای سرمایه‌گذاری اسلامی ارائه می‌شود و با مجموعه‌ای جدید از ابزارهای مالی توأم شده است. این مطالعه می‌تواند پایه‌ای برای تحقیقات بعدی و چارچوبی برای برنامه‌های عملی باشد.

بخش اول:
چارچوب نظری و مفهومی

فصل اول: مقدمه

۱-۱. طرح مسئله

این مطالعه بر پایه این فرضیه بنا شده است که بازار اوراق بهادار اسلامی (ISM) از نظر شریعت دارای اعتبار است.^۱ از آنجایی که تأمین مالی طرحهای توسعه در کشورهای اسلامی نیازمند تجهیز منابع است، ساختار و قلمرو بازار اوراق بهادار اسلامی و نیز مسئله تأمین وجوه مالی به بررسی عمیقی تحت انوار شریعت نیاز دارد.

در این مطالعه از واژه «اوراق بهادار» در معنای عام آن استفاده شده است که شامل سهام مالکیت، اوراق بهادار تجاری و اسناد مالی کوتاه مدت و تعهدات وامی با هر نوع سررسیدی می شود. به دلیل تشابه وظایف میان «بازارهای اوراق بهادار» که در آن سهام و تعهدات وامی بلند مدت خرید و فروش می شود، و «بازارهای پولی» که در آن تعهدات وامی کوتاه مدت مبادله می شود، فرق گذاشته نمی شود. بنابراین، واژه «بازارهای اوراق بهادار» معادل بازارهای مالی است؛ گرچه بازارهای مالی می تواند شامل تمام انواع اقراض و استقراض باشد؛ چه به خلق ابزار مالی انتقال پذیر منتهی شود، چه به خلق این ابزار منتهی نگردد.

۱. این فرضیه مستند به برداشت مؤلف از منابع اسلامی مطابق روایت اهل سنت ارائه شده و اعتبار آن در همین حد است (ناشر).

با این همه، در مقام عمل فضای نامطلوب جاری برای کارکرد صحیح بازارهای مالی اسلامی (IFM) چندان راهگشا نیست؛ زیرا نقطه اتصال اولیه و بلافصل آن، همان مبانی اقتصادی - اجتماعی است که بر پایه نرخ بهره بنا شده است؛ لذا داشتن دانشی ژرف در مورد شیوه کارکرد بازارهای اوراق بهادار در کشورهای غربی و کشورهای اسلامی و بررسی این نکته که آیا این بازارها در عمل با اصول شریعت سازگاری دارند و تا چه اندازه سازوکار عملیاتی بانکهای اسلامی و شرکتهای سرمایه‌گذاری اسلامی می‌تواند قابل قبول، عملی یا مطرود باشد، بسیار مهم است؛ با این حال، گفته می‌شود علی‌رغم اینکه بخش اعظم عملیات بازارهای اوراق آتی را نمی‌توان با شریعت منطبق دانست، بالکل غیراسلامی انگاشتن آن نیز [صحیح] نیست.

بنابراین، منقح ساختن ذات و خصوصیات ذاتی اوراق بهادار مختلف نظیر سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه، اوراق قرضه تضمینی، اوراق بهادار تجاری و عملکرد بازار اوراق بهادار ثانویه (یعنی بورس اوراق بهادار) بر اساس موازین شریعت ضروری است. چگونه می‌توان خرید و فروش سهام از طریق اخذ وام از کارگزار و سایر انواع مبادلات مانند سهام خارج از بورس و خرید و فروش سهام اختیاری^۱ در بازار سهام را بر اساس موازین شریعت توجیه کرد؟ اینها برخی از سؤالاتی است که باید به شکلی هدفمند و علمی بررسی شود. با اینکه رفتار سرمایه‌گذاران که اساساً در خرید سهام به دنبال سود حاصل از سهام هستند، توجیه‌پذیر است، رفتار سفته‌بازان، کسانی که در صدد ایمن ساختن سرمایه خود از

خطر هستند و عاملان خرید و فروش اوراق بهادار ارز عموماً ممکن است در شریعت زیر سؤال باشد.

واقعیت این است که اقتصاد اسلامی اساساً یک اقتصاد سهم‌بری^۱ است که بر قراردادهای سرمایه‌گذاری مختلف استوار است. لازم است به صورت تحلیلی چارچوب سرمایه‌گذاری اوراق بهادار اسلامی که مبتنی بر مفاهیم مشارکت، مضاربه و مرابحه (هزینه به اضافه سود) و سایر روشهای تأمین مالی اسلامی است، بررسی شود؛ بنابراین، فرض می‌شود از آنجا که هزینه سرمایه‌گذاری در اوراق بهاداری که بر این مفاهیم مبتنی است، در اصل تابعی از نرخ بازده می‌باشد، بازار اوراق بهادار اسلامی به طور درونزا تشویق‌کننده سرمایه‌گذاری است و کمتر متمایل به سفته‌بازی می‌باشد. این فرضیه ما را متوجه این سؤال می‌سازد: آیا هر نوع سفته‌بازی در اسلام ممنوع است؟ در این صورت، لازم است میان نفع حاصل از سفته‌بازی و نفع سرمایه‌ای^۲ فرق گذاشته شود. می‌توان بحث کرد که منافع سفته‌بازی ناشی از مبادلات چیزهایی که وجود خارجی ندارند یا مملوک حقیقی نیستند، در اسلام ممنوع است، اما نفع سرمایه‌ای که بخشی از توسعه سرمایه‌ای و نتیجه رشد درآمد است، در اسلام مجاز است.

در این رابطه، لازم است بعضی زوایای مفهوم اسلامی بیع و استلزامات بالفعل و بالقوه آن در بازارهای اوراق بهادار مورد بحث قرار گیرد. می‌توان نشان داد که اصول مبنایی پیش‌خرید (سلف)، فروش نسبیته (بیع المؤجل)، اصل خیارات (اختیار فسخ معامله)، حق شفعه (حق تقدم در رد یا قبول) و غیره را می‌توان در جهت اداره بازارهای مالی اسلامی

۱. تعریف اقتصاد اسلامی بر پایه «اقتصاد سهم‌بر» از جمله دیدگاههای رایج است؛ اما ضرورتاً به همین قالب منحصر نیست (ناشر).

عملیاتی کرد. به علاوه، به منظور توسعه بازارهای اوراق بهادار اسلامی باید برخی مسائل مهم مانند پراکنده بودن مالکیت سهام، تکه تکه بودن بازارها، مدیریت خانوادگی بنگاهها و غیره را حل کرد.

در بحثهای نظری یادشده آگاهی از توسعه‌های عملی اخیر در ابزارهای مالی اسلامی ضروری است؛ برای نمونه، اخیراً شرکتهای سرمایه گذاری اسلامی به منظور جذب وجوه مالی به انتشار اوراق بهادار مختلف مانند اوراق قرضه اسلامی (اوراق قرضه مضاربه‌ای)، گواهی مضاربه بر پایه سهم‌بری در سود، گواهی وام بر پایه عدم‌الضرر و عدم‌النفع، اوراق قرضه تعاون و سایر اوراق مالی مبادرت کرده‌اند. شایان ذکر است اردن نیز اوراق قرضه مضاربه‌ای معرفی کرده است. صدور گواهی مالی اسلامی توسط بانک توسعه اسلامی (IDB) نیز مورد توجه قرار گرفته است؛ بنابراین، مطالعه استلزامات شرعی و اقتصادی برای سیاستگذاری و برنامه‌ریزی الزامی است.

۱-۲. حیطه بررسی

این مطالعه اهداف زیر را دنبال می‌کند:

- الف. بررسی ماهیت و مشخصات اوراق بهادار مختلفی که در بازارهای بورس اوراق بهادار غربی خرید و فروش می‌شود، به منظور ارزیابی مقبولیت آنها از دیدگاه اسلامی؛
- ب. بررسی سازوکار بازار ثانویه اوراق بهادار (یعنی بورس سهام) و در نتیجه، تحلیل محدوده مبادله سهام و اوراق قرضه توسط بانکهای اسلامی؛
- ج. بررسی دلالت‌های مفهوم اسلامی بیع و سرمایه گذاری بر پایه مشارکت از طریق مالکیت و تأثیر آن بر توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی؛

د. مرور اجمالی بر ماهیت و اشکال انواع مختلف اوراق بهاداری که بانکها و شرکتهای سرمایه گذاری اسلامی صادر می کنند و در نتیجه، ارائه رهنمود در مورد ابزارهای مالی جایگزین؛

هـ. ارائه یک بسته سیاستی برای طراحی یک برنامه عملی که بانک توسعه اسلامی بتواند از آن استفاده کند.

۱-۳. فروض اساسی

این مطالعه مبتنی بر فروض اساسی زیر است که از شریعت ریشه می گیرد:

الف. با اینکه اسلام بهره را تحریم می کند، مالکیت خصوصی داراییها و سایر وسایل تولید در محدوده تعیین شده توسط شریعت محترم است. هیچ تفاوتی میان «ربا» و «بهره» وجود ندارد. گرچه سود در اسلام مجاز است، سودجویی تشویق نمی شود.

ب. بنگاهها یا شرکتهای سهامی در اقتصاد اسلامی ممکن است به دفعات به جهت ملاحظات اخلاقی و برای اهداف اجتماعی خود در جهت حداکثرسازی سود تلاش نکنند. این سؤال بسیار بجایی است که چه کسانی از ارزش افزوده محصولات بهره مند می شوند؟ بنابراین، یک بنگاه همیشه بر اساس شرایط اقتضایی تقاضا یا بهیئگی پارتویی عمل نمی کند.

ج. فعالیتهای انحصاری و کسب و کار مبتنی بر سفته بازی معمولاً در تنافی با تعالیم اسلامی است. اسلام این فعالیتها را تقبیح می کند، اما بر انگیزه کسب سود در چارچوب قیود اخلاقی و اجتماعی صحه می گذارد.

د. سازوکار بازار آزاد که از طریق نیروهای نامشخص و نامرئی عرضه و تقاضا عمل می کند، همیشه برای نیل به اهداف اقتصادی و اجتماعی

دولت اسلامی مساعد نیست. نوعی کنترل و نظارت برای حمایت از کسانی که ممکن است نتوانند به بازار وارد شوند، لازم است.

۱-۴. روش مطالعه

این مطالعه به طور عمده مبتنی بر داده‌های دسته دوم است. مؤلف از طریق مصاحبه و ارتباط مستقیم با متخصصان بانک توسعه اسلامی در جده، بانک توسعه آسیایی در مانیلا، بانک جهانی در واشنگتن، دانشگاه شاه عبدالعزیز در جده و شرکت سرمایه گذاری اسلامی در ژنو معلومات زیادی در رابطه با چگونگی کارکرد بازارهای اوراق بهادار اسلامی به دست آورده است. این مصاحبه‌ها و بحثها نویسنده را قادر ساخته است که واقع‌گرایی و نواندیشی را در تحلیلهای خود وارد کند.

علاوه بر این، نویسنده به میزان زیادی از منابع موجود در کتابخانه‌های بانک توسعه اسلامی، بانک توسعه آسیایی، دانشگاه شاه عبدالعزیز در جده بهره جسته است. تمام ارجاعات به قرآن و احادیث از برگردان انگلیسی منابع معتبر عربی بازنویسی شده است.

از آنجایی که در این تحقیق فرض این است که خواننده از معلومات ابتدایی در مورد اقتصاد غرب و شریعت برخوردار است، نویسنده از آوردن مباحث تکراری از قرآن و احادیث برای روشن‌سازی ابعاد اسلامی مسئله خودداری کرده است.

فصل دوم:

**برخی از ویژگیهای مفهوم اسلامی بیع
و دلالتهای آن در بازارهای مالی اسلامی**

۲-۱. مقدمه

هدف اساسی این بخش این است که نشان دهد ماهیت فراگیر مفهوم اسلامی بیع در برگیرنده ویژگیهای مهمی است که استلزامات حقیقی و بالقوه‌ای را در بازارهای مالی موجب می‌شود. در مباحث بعدی خواهیم دید اصولی را که زیربنای معامله پیش‌خرید (بیع‌السلم)، معامله نسئنه (بیع‌المؤجل)، حق فسخ معامله، حق تقدم در رد یا قبول (حق شفعه) و غیره است، می‌توان در جهت سازماندهی بازارهای مالی اسلامی که با بازارهای فعلی اوراق بهادار در غرب تفاوت بنیادی دارد، عملیاتی کرد.

در این مرحله لازم است واژه «بیع» را، که در اسلام به معنای «انتقال دارایی در ازای قیمت پولی» است، تعریف کرد. این واژه در حقوق اسلامی معنای عام‌تری دارد، به طوری که به هر نوع مبادله دارایی با دارایی که مورد تراضی طرفین باشد، اطلاق می‌شود؛ بنابراین، این واژه معاملات کالا به کالا، معامله کالا در مقابل پول و حتی وام را در صورتی که اشیای قرض داده‌شده به قصد مصرف و بازگردان همان مقدار از همان نوع در اختیار قرض‌دهنده قرار گیرد، شامل می‌شود. معامله اخیر که در حقیقت معامله یک دارایی با دارایی دیگر است، در حقوق اسلامی «قرض» نامیده می‌شود (Hughes, 1980, p.30).

بیع انواع متعددی دارد: چهار نوع آن مرتبط با شیء فروخته شده (عین) است؛ بیع یک شیء معین در مقابل یک شیء معین دیگر که «معاوضه» است، بیع یک شیء نامعین در مقابل یک شیء نامعین دیگر که «صرف» نامیده می شود، بیع یک شیء نامعین در مقابل یک شیء معین که «سلم» است و معکوس معامله سلم که معامله یک شیء معین در مقابل یک شیء نامعین است.

برای آنکه بیع مشروع باشد، باید قبض و اقباض اشیای مبادله شده قبل از تفرق متعاملین انجام گیرد و وقتی اشیای مبادله شده یکسان هستند، مانند نقره در مقابل نقره یا طلا در مقابل طلا، باید از لحاظ وزنی مساوی باشند؛ رعایت این شروط برای پرهیز از «ربا» ضرورت دارد. در این تحقیق، فرض این است که ربا و بهره با یکدیگر تفاوت ندارند.

۲-۲. ویژگیهای بیع

۲-۲-۱. معامله سلف (بیع السلم)

گفته شد که جز در یک مورد خاص، مجوز شرعی برای به تأخیر انداختن تحویل کالا وجود ندارد؛ این مورد خاص «سلم» است. معنای لغوی کلمه سلم «پیشکی» است و در معامله سلم قیمت نقداً پیشکی در مقابل تحویل آتی کالا در یک تاریخ معین پرداخت می شود. تنها اشیاء متعلق به یک گروه یکسان را می توان بدین طریق مبادله کرد و از آنجایی که این اشیاء الزماً نامعین هستند، موضوع معامله تعهد است. از سوی دیگر، با توجه به اینکه ثمن باید نقداً در زمان انعقاد قرارداد (قبل از تفرق طرفین) پرداخت یا تحویل شود، در نتیجه، باید حتی وقتی ثمن پول است، وجود داشته باشد، و بالطبع باید مشخص و محض باشد، به یقین معامله سلم فروش تعهد در مقابل یک شیء است. با این همه، تا زمانی که قیمت به طور

کامل پرداخت نشده باشد، ویژگی تعهد را دارد و به همین دلیل در این حالت قیمت و کالا هر دو «دین» نامیده می‌شوند (Hughes, 1980, p.33)؛ در این رابطه، تذکر این نکته لازم است که در مذهب فقه حنفی، معامله سلم شرعی نیست، مگر آنکه حائز شروط هفتگانه زیر باشد:

یک. معین کردن موضوع معامله؛ مثلاً گفته شود موضوع معامله جو یا گندم است؛ دو. معین کردن نوع کالا؛ مثلاً گفته شود گندم مزرعه ای که از طریق کانال کشی یا به طرق مصنوعی یا از طریق باران آبیاری می‌شود؛ سه. معین کردن کیفیت کالا؛ مثلاً گفته شود گندم اعلی یا نامرغوب؛ چهار. مضبوط کردن مقدار کالا بر اساس وزن یا کیل؛ پنج. تعیین زمان تحویل کالا؛ شش. تعیین قیمت کالا مشروط بر اینکه تقویم پذیر بر اساس یک معیار مثل وزن، کیل یا عدد باشد؛ و هفت. تعیین کردن مکان تحویل کالا در صورتی که با توجه به سنگینی وزن، مخارج باربری داشته باشد (Hamilton, 1982, p.302).

شروط پیش گفته در معامله سلم در بردارنده مضامین مستقیم و غیرمستقیم برای خرید و فروش سهام است. با اینکه مجاز بودن معامله سلم، به شرکتهای سرمایه گذاری اسلامی و بانکها اجازه انتشار سهام، اوراق قرضه یا گواهی سرمایه گذاری را می‌دهد، اساسنامه شرکت باید حاوی اطلاعات دقیقی در رابطه با مقدار مورد انتظار محصول و ظرفیت تولید آن، نرخ مورد انتظار یا نسبت سود، حقوق و تعهدات سهامداران، چگونگی پرداخت سود سهام و غیره باشد.

بنابراین، لازم است قراردادهای شامل موادی باشد که تا حد ممکن از وقوع مراعات آتی جلوگیری می‌کند. همان گونه که قرآن کریم می‌فرماید:

«ای کسانی که ایمان آورده‌اید! وقتی دینی را برای مدت معینی قبول می‌کنید، آن را بنویسید و باید نویسنده میان شما قوانین عدالت را رعایت کند...» (بقره: ۲۸۲).

به طور تلویحی مسلم است که از دین باید در جهات شرعی استفاده کرد. چنانچه اعتباردهندگان بخواهند، می‌توان هدف را در متن قرارداد گنجاند. این با اصول شریعت سازگاری دارد. علاوه بر این، از موارد پیشین استفاده می‌شود که تمام شرکت‌کنندگان در بازارهای اوراق بهادار باید به اطلاعات مربوط به سهام مورد نظر به طور اتم و اکمل دسترسی داشته باشند.

همچنین، بر اساس مضامین پیشین، معامله سلم مستلزم آن است که سود سهام به صورت همان وجه اولیه یا به صورت پول رایج کشور پرداخت شود. با توجه به تفاوت در نرخهای تورم، ساختارهای قیمتی و نوسانات نرخهای ارز در میان کشورها بسیار مهم است که سازمانها یا بانکهای اسلامی به هنگام انتشار سهام در همان ابتدای عقد قرارداد نوع وجهی را که سود سهام با آن پرداخت می‌شود، تعیین کنند.

بنابراین، با توجه به اینکه تحویل فوری مبیع در معامله سلم الزامی نیست، مکان انعقاد قرارداد محل تحویل کالا نیست (در وام یا غصب مسئله طور دیگری است؛ زیرا بازپرداخت وام و اعاده شیء غصب‌شده بدون فوت وقت الزامی است). حال با توجه به اینکه مکان انعقاد قرارداد محل تحویل کالا نیست، لازم است در قرارداد مکانی برای تحویل کالا تعیین شود؛ چرا که ابهام در این مورد ممکن است به منازعه منتهی شود. با توجه به اینکه قیمت کالاها در مکانهای مختلف متفاوت است، مسامحه متعاملین در تعیین مکان تحویل کالاها مجاز نیست؛ به علاوه، جهل در

مورد مکان تحویل کالا به مثابه نااطمینانی در کیفیت کالا یا قیمت است (Hamilton, 1982, p.302).

علی‌رغم اختلاف‌نظر میان مذهب حنفی با سایر مذاهب فقه اسلامی، به نظر می‌رسد موقف یادشده با شرایط اجتماعی - اقتصادی کشورهای مختلف اسلامی سازگاری بیشتری دارد. کاربرد آن در سازماندهی عملیات بازار اوراق سهام نیز روشن است؛ به این معنا که نظارت متداول بر نرخ ارز و تبدیل ناپذیر بودن پول یک کشور به پول کشور دیگر، به ویژه در کشورهای اسلامی کمتر توسعه‌یافته، تعیین شفاف و روشن نسبت سود و چگونگی پرداخت سود به سهامداران و مکان پرداخت آن را ضروری می‌سازد.

به علاوه، در معامله سلم خریدار حق دارد معامله را فسخ کند، یا همراه با فروشنده در دارایی مشترک سهیم باشد؛ زیرا ممزوج کردن دارایی دیگری با دارایی خود، همیشه به معنای اسقاط حق مالکیت دیگری نیست. روشن است که این به معنای به رسمیت شناختن خرید و فروش سهام بر مبنای مشارکت با مسئولیت محدود است.

با این همه، در فسخ معامله سلم نمی‌توان از سهام برای خرید شیئی که متعلق به فروشنده است، استفاده کرد؛ مگر آنکه سهام به طور کامل مسترد شود. اگر متعاملین در مورد فسخ قرارداد توافق کنند، خریدار حق ندارد در مقابل سهامی که از فروشنده پیش‌خرید کرده است، چیزی از وی بخرد؛ مگر آنکه سهام را به طور کامل به وی عودت دهد. «دلیل معادل بودن سرمایه از پیش پرداخت‌شده به کالای موضوع معامله سلم در اینجا این است که فسخ به منزله معامله ای جدید با فردی ثالث (یعنی شخصی غیر از متعاملین) است؛ بنابراین، موضوع قرارداد باید موجود باشد. در نظر گرفتن کالاهایی که قرارداد سلم برای تولید آن منعقد شده است، به عنوان

موضوع بیع امری ممتنع است؛ چرا که این کالاها هنوز تولید نشده و موجود نیستند؛ بنابراین، در مورد قیمت باید به این مسئله توجه داشت که در این حالت همان کالایی که بدهی فروشنده به خریدار بوده است، به عنوان قیمت تعیین شده است» (Hamilton, 1982, p.304).

در این ارتباط لازم است دو نکته مهم زیر در چارچوب بازارهای اوراق بهادار مورد توجه قرار گیرد:

اول. لغو قرارداد ممکن است یا به این دلیل باشد که متعاملین از حق اختیار خود برای فسخ قرارداد استفاده کرده‌اند یا از حق فسخ معامله در محدوده سه روز پس از خرید (که متعاقباً در مورد آن بحث می‌شود)، بهره جسته‌اند. در این حالت، خریدار باید کل مبلغی را که پرداخت کرده است، بازپس گیرد (بعداً نشان می‌دهیم که ادغام این امکان در عملیات بورس تأثیر مهمی در به وجود آمدن سود و زیان ناشی از سفته‌بازی دارد)؛

دوم. علت لغو قرارداد ممکن است ناشی از ورشکستگی شرکتی باشد که سهام را منتشر ساخته است. در این حالت سهامداران به عنوان مالکان شرکت به اندازه سهم خود پذیرای زیان وارده باشند. بر اساس فقه حنفی، «سود از شروط مورد توافق در قرارداد تبعیت می‌کند و ضرر متعلق به سرمایه است».

قبل از خاتمه بحث معامله سلم، بیان این نکته مهم است که اصلی‌ترین توجیه اقتصادی معامله سلم تشویق فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است. این معامله از درون نیرویی روانی برای تولید ایجاد می‌کند، موجب تداوم و استمرار در عرضه می‌شود و سفته‌بازی را در قیمت‌ها کاهش می‌دهد. برای اینکه جامعه از این منافع بهره‌مند شود، شریعت پرداخت کامل قیمت در پیش خرید را واجب ساخته است.

با این همه، در فرآیندهای پیچیده تولید، در بخشهای صنعت و کشاورزی نوین، لازم است این نکته بررسی شود که آیا پرداخت کامل قیمت مثلاً به کشاورز در ازای عرضه محصول سه یا شش ماه بعد، با توجه به اینکه کشاورز به تمام پول دریافتی در آغاز کار نیاز ندارد، منجر به هزینه‌های غیرضروری در مخارج کشاورز نمی‌شود.

از آنجایی که در معاملات سلم تمام قیمت باید از پیش پرداخت شود، این وضعیت قابل تصور است که دریافت‌کننده قیمت تنها به بخشی از مبلغ دریافتی برای تولید کالای مربوطه نیاز داشته باشد؛ در این حالت، دریافت‌کننده قیمت با یکی از چهار گزینه زیر مواجه است:

(۱) ممکن است پول را خرج کند؛

(۲) ممکن است مانده پول را دست‌نخورده نگهدارد؛

(۳) ممکن است بخواهد مانده پول را در یک مؤسسه مالی اسلامی

نگهدارد؛

(۴) ممکن است (چنانچه مقدور باشد) بخواهد بسته به فرآیند تولید، مانده پول را در یک سری معاملات سلم به کار اندازد.

در حالی که گزینه اول، از آنجا که به هزینه‌های مصرفی غیرضروری منجر می‌شود، مطلوب نیست؛ گزینه دوم نیز در شریعت مذموم است؛ زیرا موجب کتز پول و دور ماندن آن از جریان فعالیتهای اقتصادی می‌شود. با این همه، در نبود تسهیلات اسلامی در کشورهای اسلامی، امکان محدودی برای انتخاب گزینه سوم وجود دارد. اگر مانده پول در مؤسسات مالی اسلامی نگهداری شود، می‌توان از طریق به کارگیری آنها در اعطای اعتبارات کوتاه مدت به بخش خصوصی و متقاضیان وام در بخش عمومی بر پایه سهم‌بری در سود، از این وجوه در جهت رشد فعالیتهای تولیدی استفاده کرد. با اینکه به لحاظ نظری این امکان وجود دارد، ظاهراً به دلیل

نبود نهادهای لازم و میزان بالای مصرف کشاورزان در کشورهای در حال توسعه اسلامی که باعث می‌شود به جای نگهداری پول در یک نهاد مالی آن را خرج کنند، پیاده‌سازی گزینه سوم در عمل کار دشواری است؛ در این صورت، به نظر می‌رسد گزینه چهارم یعنی به کارگیری مانده پولی در یک سری معاملات سلم بسته به مراحل تولید، از امکان واقعی‌تری برخوردار باشد. اینکه آیا این گزینه، در حقیقت منطبق با شریعت است، موضوعی قابل تأمل است. نویسنده این موضوع را با تعدادی از فضلاء معاصر مانند دکتر حسین حامد حسن و دکتر سامی حمود بررسی کرده است که از نظر ایشان انجام چنین معاملاتی مجاز است.

۲-۲-۲. معاملات نسینه (بیع المؤجل)

هدف اصلی در اینجا این نیست که محاسن و معایب بیع المؤجل بررسی شود بلکه هدف این است که نشان داده شود اصل بیع نسینه و معامله بر پایه پرداختهای تأخیری در شرایط معینی پذیرفتنی است و این نیز استلزاماتی را در بازارهای مالی سبب می‌شود. بجاست که در اینجا مشاهدات زیر در مورد بیع المؤجل به نقل از گزارش شورای شریعت در پاکستان آورده شود (۱۹۸۰، صص ۱۵-۱۶):

«بیع المؤجل را می‌توان معامله‌ای تعریف کرد که در آن قیمت اجناس مورد معامله را می‌توان یکجا یا به صورت اقساط با تأخیر پرداخت کرد. این روش کاربرد وسیعی در تأمین مالی احتیاجات بخش کشاورزی و صنعت به مواد اولیه و نیز تأمین مالی در بازرگانی داخلی و خارجی دارد. این روش به دلیل سادگی و فراهم آوردن سود بدون ریسک برای بانکها، جز در صورت ورشکستگی خریدار، مورد توجه ویژه است؛ با این همه، گرچه این روش در شریعت مجاز شناخته شده است، به دلیل آنکه در پس

پرده، خطر آمیختگی با بهره را دارد، استفاده گسترده و فراگیر آن توصیه نمی شود؛ بنابراین، باید تدابیری برای محدود کردن استفاده از آن به موارد اجتناب ناپذیر اتخاذ کرد. علاوه بر این، باید دامنه مجاز سود نسبیته توسط قانون به شدت کنترل شود تا از تعیین دلبخواهی نرخ نسبیته و احتمال بازگشت به ربا تحت پوششهای مختلف جلوگیری شود. برای این منظور بانک مرکزی باید بخشهای تولید و مواردی را که بانکها می توانند در آن وجوه را بر اساس بیع مؤجل در اختیار متقاضیان قرار دهند، تعیین و هر از چندگاهی در آنها تجدیدنظر کند و آنها را تغییر دهد. همچنین، باید دامنه حاشیه سود را به طور عام یا به تفکیک بخشهای تولیدی یا هر مورد تعیین کرد و محدودیتهای دیگری را که برای جلوگیری از شیوع افعال ناسالم لازم است، وضع کرد.»

اصول پرداختهای تأخیری به طور تلویحی در آیه زیر از قرآن کریم مشهود است: «از کسی که طلبکار هستید، به او مهلت دهید که توانگر شود و اگر صدقه بدهید، برای شما بهتر است، اگر به مصلحت خود دانا باشید» (بقره: ۲۸۰).

گرچه این آیه فرمان می دهد چنانچه بدهکار تنگدست است، به او مهلت بدهید، از آن اصولی مربوط به پرداخت تأخیری مشخص می شود. این اصول در قراردادهای وامی شرایط منعطفی را برای شرکتها و بنگاههایی که در مراحل نخست فعالیت خود برای رسیدن به نقطه سربه سر با مشکلات زیادی مواجه هستند، فراهم می آورد. چنانچه این اصول عملیاتی شود، برای بازار اوراق بهادار و پرداختهای تأخیری، علی رغم اینکه باید استفاده از آنها محدود باشد، استلزاماتی را موجب می شود. عدالت اسلامی ایجاب می کند که در این موارد اعتباردهنده به حسابهای شرکت دسترسی داشته باشد.

۲-۳. دکترین خیارات در عقود

دکترین خیارات، یا حق فسخ قرارداد، یکی از ویژگیهای ممتاز حقوق حاکم بر قراردادهای اسلامی است که فواید زیادی در جلوگیری از فعالیتهای سفته بازی در بازار اوراق بهادار دارد. حتی وقتی یک معامله صحیح، نافذ و مؤثر است، برای طرفین قرارداد به طور مطلق الزام آور نیست. این ما را به حیطه ای خاص در فقه اسلامی، یعنی دکترین خیار، یا حق فسخ قرارداد وارد می کند. پیامبر اکرم (ص) به یکی از پیروان خود توصیه فرمودند که در تمام معاملات خود حق رجوع یا فسخ قرارداد تا سه روز را محفوظ بدارد. این توصیه به اندارج خیار به عنوان شرط ضمن عقد از سوی هر یک از طرفین قرارداد منتهی شده است. اما اضافه بر این، خریدار در صورتی که مبیع را رؤیت نکرده باشد، یا در صورت مشاهده عیبی در مبیع بدون آنکه نیازی به شرط ضمن عقد باشد، می تواند معامله را فسخ کند. مهم ترین عیب در معامله این است که فروشنده مبیع اجازه فروش آن را ندارد و بیع فضولی باشد. دو خیار آخر در سمت خریدار تضمین می کند که فروش باید اختیار کامل برای فروش کالا داشته باشد (Hughes, 1980, p.33).

واقعیت این است که شارع می خواهد فروشنده تمام عیوب مبیع را آشکار کند؛ در غیر این صورت، معامله باطل است. «اگر شخصی کالایی را خریداری کند و در هنگام خرید یا قبل از آن مطلع نشود که کالا معیوب است، چه آن عیب کوچک و چه بزرگ باشد، می تواند معامله را فسخ کند. اما اگر نزد خریدار خسارتی به کالا وارد شده باشد و سپس کشف شود کالا نزد فروشنده معیوب بوده است، خریدار تنها می تواند خسارت مربوط به آن عیب را از فروشنده مطالبه کند و حق فسخ قرارداد را ندارد، مگر

آنکه فروشنده قبول کند کالا را همراه با خسارتی که نزد خریدار به آن وارد شده است، پس بگیرد» (Baillie, 1980, p.788).

گرچه اشتراط این نوع خیار ضمن عقد برای بیشتر از سه روز نافذ نیست، اما تفاوت مهمی با خرید و فروش معمولی سهام در بازارهای مالی کشورهای غربی را موجب می‌شود. می‌توان در این مورد بحث کرد که اشتراط این شرط اسلامی جریان اطلاعات را افزایش می‌دهد، حیطة دستکاریهای سفته بازی در قیمتهای بازاری را کاهش می‌دهد و موجب کاهش نوسانات ناگهانی در قیمت می‌شود، در نتیجه، به ثبات بیشتر بازارهای مالی کمک می‌کند. چگونگی استفاده از اطلاعات جدید برای اهداف سفته‌بازی را می‌توان به کمک مثال ساده زیر نشان داد:

فرض کنید دسترسی آزاد به تمام اطلاعات مربوط به شرکت ABC وجود دارد. هیچ سرمایه‌گذار خاصی هیچ اطلاعات درونی ندارد. فرض کنید قیمت هر سهم شرکت ABC در حال حاضر ۵۰ دلار است. یکباره روشی کشف می‌شود که به کمک آن می‌توان محصولات شرکت ABC را ارزان‌تر تولید کرد. اگر این اطلاعات فاش شود، انتظار می‌رود قیمت سهام شرکت ABC به ۶۰ دلار برسد.

فرض کنید تنها چند نفر از افراد درون شرکت به این اطلاعات جدید دسترسی دارند و می‌توانند از قبل این اطلاعات با خرید سهام به قیمت ۵۰ دلار و فروش آن منتفع شوند. این با روح شریعت اسلامی سازگار نیست. اگر دکرین خیار در قراردادها به نحو صحیحی اجرا شود، می‌تواند به صورت یک تثبیت‌کننده ساختاری در فعالیتهای بازار مالی عمل کند. با این همه، روشن است که حق فسخ قرارداد به طور خودکار اعمال نمی‌شود. این خیار را باید در قرارداد به هنگام انعقاد عقد تصریح کرد. با توجه به سطح توسعه بازارهای اوراق بهادار اسلامی و مرحله ای از توسعه که به آن

دست یافته‌اند، می‌توان این جنبه از قراردادهای خرید و فروش را به آسانی عملیاتی کرد. این حیطه‌ای است که به توضیح بیشتر نیاز دارد.

۲-۲-۴. مفهوم معامله بدون زیادتی

در شریعت، معامله دو کالای متجانس که وزن یا مقدار آنها یکسان باشد، جایز است. این قاعده برای اجتناب از ربا لازم است. توضیح معنای تجانس در اینجا بسیار مهم است. بر اساس فتوای ابوحنیفه، وقتی کسی پولی را در وجه رایج قرض می‌کند، سپس آن پول از جریان می‌افتد، باید همان پولی را که قرض گرفته است، بازپس دهد ولو آنکه از جریان افتاده باشد؛ در حالی که بر اساس فتوای ابویوسف، ارزش آن پول در لحظه استقراض دینی است که مستقرض باید ادا کند. در ظاهر بیشتر فقها بر نظر ابویوسف توافق دارند.^۱

با این همه، اگر شخصی که درهم بخارایی را در بخارا قرض داده است، قرض‌دهنده را در شهر دیگری ببیند که در آن درهمهای قرض داده‌شده وجود ندارد، در این حالت، طبق فتوای ابوحنیفه و ابویوسف یا باید به او اطمینان کند و با قبول ضمانت وقت بدهد تا مراجعت کند، یا باید ارزش قیمتهای قرض داده‌شده را قبول کند. شخصی کالایی مکمل یا موزون را قرض می‌گیرد و وقتی کالا از او مطالبه می‌شود، کالا در بازار یافت نمی‌شود. بر اساس نظر ابوحنیفه، که مورد تأیید سایر فقهاء است، در این حالت، قرض‌دهنده باید تا بازگشت فصل تولید آن کالا منتظر بماند. اگر شخصی غله را در شهری که غلات در آن ارزان است، قرض بگیرد و

۱. لازم است خواننده در اینجا به اختلاف فتوا درون دیدگاه اهل سنت با یکدیگر و همچنین اختلاف آن با موارد مشابه نزد فقهای شیعه توجه داشته باشد. آنچه در اینجا آمده صرفاً دیدگاههای مهم بزرگان اهل سنت است (ناشر).

قرض دهنده را در شهری ملاقات کند که غلات در آن گران است و قرض دهنده قرض خود را از او مطالبه کند، نمی‌توان قرض‌گیرنده را محبوس کرد و قرض دهنده باید به وی مهلت دهد تا غله را در شهری که قرض گرفته است، بازپس دهد (Baillie, 1980, p.308).

نکات مهمی را می‌توان از تحلیل پیشین به دست آورد:

(۱) زیادتی در معامله جایز نیست؛ بنابراین، قراردادهای وامی با تأدیة

همان چیزی که در ابتدا قرض داده شده است، تسویه می‌شود.

(۲) از پول به عنوان وسیله مبادله استفاده می‌شود.

(۳) از آنجایی که ارزش پول در شرایط تورمی یا رکودی ممکن

است کاهش یا افزایش یابد، تسویه قرارداد وامی باید بر اساس توافق در زمان انعقاد قرارداد، که می‌توان آن را به عنوان سال پایه در نظر گرفت، انجام پذیرد.

بنابراین، به نظر ما این نوع معامله چنانچه تغییرات ارزش پول در آن جبران شود، با اصل عدالت در اسلام انطباق دارد. بر اساس این اصل، وام‌دهنده مقدار مساوی با همان پولی را که پرداخت کرده است، چنانچه ارزش پول تغییر نکند، بازپس می‌گیرد. اینکه آیا مقدار بیشتر یا کمتری را دریافت کند، بستگی به تورم یا رکود در دوره مورد نظر دارد. اگر مرافعه‌ای در مورد پول رایج وجود نداشته باشد و هیچ تغییری در قیمت کالاها اتفاق نیافتد، در مقدار پولی که باید بازپرداخت شود، تغییر ایجاد نخواهد شد. تنها وقتی قیمتها تغییر کند، مسئله جبران تغییرات ارزش پول مطرح می‌شود.

جبران تغییرات ارزش پول بر اساس توافق طرفین قرارداد بسیار متفاوت از بهره‌ای است که در اقتصاد به عنوان پاداش «انتظار» یا پاداش «قبول ریسک» معرفی می‌شود. صرف نظر کردن از نقدینگی با ریسکهای

متعددی همراه است که بر اساس نظریه سرمایه‌داری، قرض‌دهنده را مستحق پاداش می‌سازد. اسلام با ممنوعیت قبول این پاداش، وجود ریسک را انکار نمی‌کند و در واقع، سهم‌بری در ریسک را به عنوان پایه مناسب‌تری برای این پاداش پیشنهاد می‌کند. «بدیهی است که تساوی [عوض و معوض] در قراردادهای وامی را نمی‌توان بر معیارهای دلبخواهی مستقر کرد. سازمانهای اسلامی و مؤسسات مالی باید با بررسی این مسائل راهی برای تعریف شاخصهایی رضایت‌بخش در این خصوص باز کنند» (Mohsin, 1982, p.40).

بنابراین، علی‌رغم تردیدهایی که در شورای شریعت پاکستان (Council of Pakistan Ideaeology, 1980, p.96)، برای تعیین شاخص از دیدگاه شریعت مطرح شده است، نویسنده منعی برای این کار نمی‌بیند.^۱ با وجود اینکه تعیین شاخص به طور اصولی قابل قبول است، اما می‌تواند در بردارنده آثاری در بازارهای اوراق آتی اسلامی باشد؛ با این توضیح که بانکهای اسلامی می‌توانند در وضعیتهایی نظیر تورم، اسناد وامی بر پایه شاخص منتشر کنند که انتظار فروش آنها در این شرایط بیشتر است. همچنین، بانکهای اسلامی را تشویق می‌کند در طرحهایی سرمایه‌گذاری کنند که بازده آنها دست‌کم به اندازه تورم است.

۲-۲-۵. اصل معاوضه

شریعت، اصل معاوضه در مبادلات را در شرایط خاصی به رسمیت می‌شناسد. پیشتر گفته شد که معاوضه یا معامله دو شیء مشابه، وقتی

۱. به مقاله نویسنده با عنوان «شاخص‌گذاری در اقتصاد اسلامی» مراجعه کنید که در مجله مطالعات توسعه، شماره ۱۸، ۱۹۸۱، مؤسسه مطالعات توسعه، دانشگاه کشاورزی NWFP، پشاور، پاکستان چاپ شده است.

مکیل یا موزون باشند، مجاز است. «قاعده کلی این است که وقتی تجانس بر پایه یک استاندارد شرعی شرط مشروعیت یک قرارداد است، آگاهی از متجانس بودن کالاها بر پایه آن استاندارد در هنگام عقد معامله از شروط صحت آن معامله است. فروش گوشت خام در مقابل همان مقدار گوشت طبخ شده مجاز است و هر نوع زیادتی در آن ممنوع است، مگر آنکه به عنوان چاشنی چیزهایی به گوشت طبخ شده اضافه شده باشد. به همین ترتیب، گوشت و شیر شتر، گاو، گوسفند و بز، از انواع متفاوت هستند و می توان مقدار بیشتر از یکی را با مقدار کمتر از دیگری معاوضه کرد، اما تأخیر در تحویل کالا مجاز نیست» (Baillie, 1980, p.796). از منابع این گونه فهمیده می شود هر جا «زیادتی» مجاز است، دلیل آن، چنان که از مورد گوشت طبخ شده مستفاد می شود، وجود «ارزش افزوده» است. همچنین، از منابع این گونه فهمیده می شود که اصل معاوضه را به آسانی می توان در خرید و فروش سهام به کار برد. در حالی که می توان سهام صنایع مشابه را بدون زیادتی با یکدیگر مبادله کرد، باید بررسی کرد که آیا امکان دارد سهام شرکتهای متفاوت را نیز، علی رغم اینکه ارزش اسمی یکسان دارند، بدون زیادتی با یکدیگر مبادله کرد. از آنجایی که دورنمای سوددهی سهامهای متفاوت یکسان نیست، معاوضه سهام، چنانچه در اصل مجاز باشد، می تواند همراه با زیادتی یا بدون آن انجام پذیرد. چنانچه این اصل عملیاتی شود، موجب افزایش جریان وجوه سرمایه گذاری در فعالیتهای تولیدی متفاوت خواهد شد؛ بنابراین، لازم است تأثیر آن بر روی تغییر در ترکیب سهام مورد بررسی قرار گیرد.

۲-۲-۶. اصل حق شفعه

در شریعت، حق شفعه نیز به رسمیت شناخته شده است (یعنی حق خرید کالا قبل از اینکه فروش آن به دیگران پیشنهاد شود، حق تقدم در خرید). «حق شفعه قدرت تملک دارایی است که به فروش گذاشته شده است و بر اساس تعالیم پیامبر (ص) ایجاد شده است. این اصل هم در داراییهای منقول و هم در داراییهای غیرمنقول جاری است. حق شفعه در وهله نخست به شریک یا هم سهم تعلق دارد و در وهله دوم به شخصی تعلق دارد که در برخی مشترکات نظیر آب یا راه با فروشنده شریک است و در وهله سوم به همسایه تعلق می‌گیرد» (Hamilton, 1982, Vol.3, p.594). به ظاهر این موضع شرعی نیز استلزاماتی را در بازارهای اوراق بهادار در یک اقتصاد اسلامی موجب می‌شود. در حالی که این اصل آزادی کامل در فروش سهام را در طرحهای مشارکتی خاص یا طرحهایی که مبتنی بر شراکت عام یا مسئولیت مشترک است، محدود می‌کند، می‌تواند در اقتصاد اسلامی به خوبی به عنصر تداوم و ثبات در فعالیتهای اقتصادی مبدل شود؛ مشروط بر اینکه از آن به صراحت برای به دست آوردن قدرت انحصاری استفاده نشود.

۲-۳. نتیجه

به طور خلاصه، با در نظر گرفتن تمام آنچه گفته شد، می‌توان گفت که مفهوم اسلامی بیع از چند جهت منحصر به فرد است: اصولی را که زیربنای معالات سلم، معاملات نسبیته، دکترین خیارات، مبادله، معاوضه و حق شفعه هستند، می‌توان برای توسعه ساختار بازار مالی اسلامی گسترش داد و عملیاتی کرد.

بیع سلم می‌تواند مبنای انتشار سهام توسط شرکتهای سرمایه گذاری اسلامی باشد و فعالیتهای تولیدی را تشویق کند. معامله نسبیته می‌تواند مبنای خرید و فروش اقساطی سهام، پرداخت اقساطی سود سهام و غیره باشد. چنانچه اصول دکترین خیارات پیاده‌سازی شود، می‌تواند فعالیتهای سفته‌بازی را درنوردد. مفهوم مبادله کالاهای متجانس اهمیت شاخص گذاری در اسناد وامی را برمی‌انگیزد. بر پایه ارزش افزوده ممکن است راهی برای معاوضه کالاهای مشابه همراه با زیادتی پیدا کرد و مفهوم حق شفعه می‌تواند به خوبی عنصر تداوم و ثبات را در فعالیت شرکتهای وارد کند. تمام این فرضیه را باید در عمل امتحان کرد و تمام آنها از دیدگاه شریعت به بررسی عمیق نیاز دارد.

فصل سوم:

چارچوب تحلیلی بازار اوراق بهادار اسلامی؛

مبنای منطقی و ماهیت آن

۳-۱. هدف و مبنای منطقی

هدف اصلی در این بخش بیان منطق اقتصادی- اجتماعی بازار اوراق بهادار اسلامی است. سپس سعی می‌شود اصول مبنایی، که بازار اوراق بهادار اسلامی را می‌توان در چارچوب آن سازماندهی کرد، معرفی شود. اساس منطقی بازار اوراق بهادار اسلامی را می‌توان بر مبنای زیر قرار داد:

۳-۱-۱. مبنای فلسفی

به سازماندهی بازار اوراق بهادار می‌توان به صورت تلاشی برای ایجاد توازن میان آزادیهای فردی و مسئولیت پذیری اجتماعی در اقتصاد نگاه کرد. این سازماندهی به منزله اجلاسی است که در آن افراد منابع مالی مورد نیاز را برای سرمایه‌گذاری بر اساس موازین شریعت تجهیز می‌کنند. «چون آزادی که به انسان حق انتخاب می‌دهد، مبتنی بر حقوق الهی عدالت است، لذا تأسیس انسان نیست. انسان با قبول محدودیتهای زندگی در چارچوب حقوق الهی عدالت می‌آموزد که چگونه آزاد باشد» (Brohi, 1978, p.94 نقل قول از Naqavi, 1981, p.9)؛ بنابراین، خرید و فروش اوراق بهادار بر پایه نرخ بهره از قبل تعیین می‌شود و رفتار بازاری سفته‌بازان، کسانی که سعی در مصون نمودن داراییهای خود از خطر دارند

و کسانی که از تفاوت قیمت در بازارها کسب سود می‌کنند؛ آن چنان که در بازارهای اوراق بهادار غربی مشاهده می‌شود، از دیدگاه اسلامی به آن به صورت رفتار اقتصادی و اجتماعی غیرمسئولانه نگاه می‌شود. از سوی دیگر، محدود کردن تمام آزادیهای فردی در سازماندهی و اداره فعالیت‌های اقتصادی توسط افراد و قرار دادن مالکیت دولتی به جای آن نیز برخلاف نقش اقتصادی است که بر اساس آیه شریفه «وهو الذی جعلکم خلایف الارض...» (انعام: ۱۶۵)، از انسان به عنوان خلیفه الله و جانشین خداوند بر روی زمین انتظار می‌رود.

بنابراین، به نوعی توازن میان آزادیهای فردی و مسئولیت پذیریهای جمعی و اجتماعی نیاز است.

«توازن مطلوب میان آزادیهای فردی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی به طور مشخص مفهوم اسلامی «آزادیهای فردی مقید» را نتیجه می‌دهد. این تقیدات که همگی اخلاقی هستند، دارای یک آستانه فشار ارادی است که تأکید می‌کند آزادی فردی حقیقی در بستر آزادی برای همه، بهتر تحقق می‌یابد. بر اساس این نظریه، آزادی فردی تنها در چارچوب حقوق الهی معنا پیدا می‌کند و انسان اجازه ندارد از حدود آن تجاوز کند؛ «...کسی که از حدود خداوند تجاوز کند، به خود ظلم کرده است...» (۱: ۶۵). هیچ استبدادی در این نظریه وجود ندارد؛ چرا که چنین میثاقی به طور طبیعی در میان اعضای یک جامعه پایبند به عدل و عدالت که به منظور ارتقای رفاه اجتماعی داوطلبانه پذیرای محدودیتهای تعیین‌شده در آزادیهای فردی خود هستند، وجود دارد» (Naqavi, 1981, p.9).

فلسفه اقتصادی سازماندهی بازارهای اوراق بهادار اسلامی برای استفاده کارآ از منابع در جهت تشویق و ترغیب اشخاص خصوصی یا گروهی از آنها به سرمایه‌گذاری در صنعت و تجارت و نیز مجاز بودن

بنگاههای خصوصی در انتشار سهام شناور در عوض مراجعه مستقیم به سرمایه‌گذاران به منظور جذب وجوه از بازار، در چارچوب مبنای فلسفی پیشین قرار می‌گیرد.

۳-۱-۲. انتشار اطلاعات مالی

اگر سازماندهی بازار مالی در پرتو راهبری بانک توسعه اسلامی انجام پذیرد، انتظار می‌رود هزینه‌های اطلاعاتی کاهش یابد. از آنجایی که ۴۴ کشور اسلامی عضو بانک توسعه اسلامی هستند، انتظار می‌رود اطلاعات گسترده‌ای در مورد واحدهای صنعتی کوچک، متوسط و بزرگ، واحدهای دولتی، فعالیتهای خصوصی داخلی و خارجی و بانکهای اسلامی محلی ایجاد شود. این می‌تواند شامل اطلاعاتی نظیر ترازنامه‌های منتشرشده، گزارشهای سود و زیان، نرخهای سود سهام، سیاست سرمایه‌گذاری دولت، معافیتهای مالیاتی، برنامه صادرات و مقررات مربوط به نرخ ارز و غیره باشد.

دسترسی وسیع به این اطلاعات می‌تواند امکان جابه‌جایی وجوه را افزایش دهد. شرکت (یا سرمایه‌گذاری) که سهامهای آن شناخته‌شده است، برای جذب وجوه در بند منابع محلی نخواهد ماند و می‌تواند وجوه مورد نیاز خود را از بازارهای ملی و بین‌المللی فراهم کند.

«متأسفانه، بسیاری از واحدهای اقتصادی، شامل تعداد زیادی از کشاورزان، خرده‌فروشان و سایر بنگاههای کوچک، تنها در محدوده محلی معروف‌اند. سرمایه‌گذارانی که در فواصل دور قرار دارند، از وجود این واحدهای اقتصادی و کیفیت سهام آنها مطلع نیستند و این اطلاعات را تنها با صرف هزینه‌های زیاد می‌توانند به دست آورند. این بی‌اطلاعی و هزینه‌های اطلاعاتی همراه با آن باعث ناقص

بودن بازارهای مالی شده است. یکی از آثار این ناکارآمدی به وجود آمدن درجه ای از قدرت انحصاری برای قرض دهندگان محلی است. اثر دیگر به وجود آمدن ناکارایی در تخصیص منابع اعتباری و سرمایه است؛ سرمایه کمی در دسترس واحدهایی که معروف نیستند، قرار می گیرد» (Chandler, 1973, p.56).

لازم به ذکر است که جمع آوری اطلاعات در مورد رفتار شرکتها در کشورهای اسلامی مشکلی واقعی است. آنچه از دیدگاه اسلامی مهم می باشد، این است که به مسئله انتشار اطلاعات مالی، از ناحیه انتشار این اطلاعات میان سرمایه گذاران کوچک و مناطق یا کشورهای کمتر توسعه یافته نگاه شود؛ به طوری که جابه جایی و نقل و انتقال وجوه به توزیع بهتر در درآمدها منجر شود. برای نیل به این هدف شاید لازم باشد از طریق اعلام محدودیت در خرید و فروش سهام مناطق مختلف دخالتهایی در بازار انجام پذیرد.

۳-۱-۳. جمع آوری و تحلیل اطلاعات

علی رغم دشوار بودن جمع آوری اطلاعات مربوط به داده های مالی و فرصتهای سرمایه گذاری در کشورهای اسلامی کمتر توسعه یافته در مقایسه با کشورهای پیشرفته، مانند آمریکا و انگلستان، چنانچه بازار اوراق بهادار اسلامی سازماندهی شود، سرمایه گذاران خواهند توانست هزینه های جمع آوری اطلاعات و هزینه مطالعات امکان سنجی را کاهش دهند. شاید برای اطمینان از اینکه سرمایه گذاران اطلاعات کافی نسبت به سود سهام در گذشته، نرخهای مورد انتظار سود در آینده و سایر شرایط مالی در نقاط مختلف یک کشور یا خارج از آن را دارند، لازم باشد یک نهاد مستقل به

وجود آید. ایجاد این نهاد برای اجرای حقیقی مقررات بازار در اسلام ضرورت دارد.

۳-۱-۴. نقدپذیری از طریق قابلیت خرید و فروش داراییهای مالی در بازار

ایجاد بازار مالی اسلامی برای تسهیل در نقل و انتقال مالکیت اوراق بهادار لازم است. اگر بورس سهام وجود نداشته باشد، سرمایه‌گذاران باید دیون خود را از بنگاهها مطالبه کنند که بر روی عملکرد روان آنها تأثیرات بدی بر جای می‌گذارد. «در نبود تسهیلات لازم برای مبادلات سهام، هر خریدار باید اوراق بهادار خود را تا سررسید نگهدارد. اگر این کار ضروری باشد، بسیاری از خریداران تمایل به خرید داراییهای بلند مدت نخواهند داشت یا در صورتی این داراییها را بخرند که بازده بسیار بالایی را برای آنها فراهم کند؛ زیرا خریداران ممکن است نخواهند یا نتوانند وجوه خود برای یک مدت طولانی دور از دسترس نگهدارند؛ در این صورت، به جای نگهداری یک دارایی بلند مدت، خریدار در جستجوی داراییهای دیگر منتظر بماند که زمانبر است و کمیابی خریداران در این حالت، ممکن است باعث شود داراییهای بلند مدت با قیمتهای نازلی مبادله شود. این نوع داراییها نقدپذیر نخواهند بود و خطر ضرر و زیان در ارزش سرمایه‌ای بسیار بالا می‌رود. وجود بازار ثانویه‌ای برای اوراق بهادار که در سطح بالایی از کارایی عمل می‌کند، به طور ملموسی نقدپذیری و سلامت ارزش اولیه سرمایه را افزایش می‌دهد. اینکه داراییها بتوانند به سرعت در بازار خرید و فروش شوند، پیش شرط نقدپذیر بودن داراییها، تبدیل سریع آنها به پول، است» (Chandler, 1973, pp.53-8).

۳-۱-۵. رقابت مشارکتی

قابلیت بالای خرید و فروش اوراق بهادار در بازار بر اساس موازین شریعت به طور همزمان زمینه مشارکت و رقابت را ایجاد می‌کند. این همان چیزی است که می‌توان آن را «رقابت مشارکتی» نام نهاد. اسباب مشارکت را گسترش می‌دهد؛ زیرا تمام شرکت‌کنندگان در بازار اوراق بهادار تنها در محدوده عدالت می‌توانند رفتار کنند. اسباب رقابت را گسترش می‌دهد؛ زیرا هر یک از شرکت‌کنندگان در بازار تنها از طریق عمل به قوانین اسلامی سرمایه‌گذاری و عدم توسل به روشهای غیرمنصفانه و نادرست، می‌تواند از دیگری پیشی بگیرد. رقابت مشارکتی می‌تواند به ثبات در ارزش سهام بیانجامد.

ارزش ورقه بهادار ممکن است به دلیل برآوردهای خوشبینانه، ظهور اوراق بهادار جذاب‌تر یا تغییرات عمومی در بازارهای مالی کاهش یابد. اما دارنده اوراق بهادار دست کم مطمئن است خریداران بالقوه زیادی در قیمتی متناسب با قیمتهای اوراق بهادار مشابه برای به دست آوردن ورقه بهادار وی رقابت می‌کنند.

«تا جایی که بازارهای ثانویه نقدپذیری و سلامت مورد انتظار ارزش اوراق بهادار را افزایش می‌دهد، خریداران به نگهداری تعداد بیشتری اوراق بهادار و بازده کمتر تشویق می‌شوند. صادرکنندگان اوراق بهادار با هزینه کمتری وجوه مورد نیاز را به دست می‌آورند و این امر موجب می‌شود سطح انباشت سرمایه در اقتصاد افزایش یابد» (Chandler, 1973, p.58).

۳-۱-۶. فرصتهای سرمایه‌گذاری مختلف

انتظار می‌رود بازار اوراق بهادار اسلامی زمینه را برای تلفیق فرصتهای سرمایه‌گذاری فراهم کند؛ همان طوری که انتظار می‌رود زمینه را برای ارزیابی نهادهای شده انواع تقاضا برای تأمین مالی مساعد می‌کند. «هر نوع توسعه مالی که امکان مقایسه انواع سرمایه‌گذاری را با یکدیگر فراهم می‌کند، موجب تخصیص بهتر منابع در رابطه با فرصتهای متفاوت سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این، درست همان گونه که دسترسی به داراییهای مالی وابستگی پس‌انداز به سرمایه‌گذاری را از بین می‌برد، توقف سرمایه‌گذاری بر توانایی مالی سرمایه‌گذاران را نیز کاهش می‌دهد. اما بازار اوراق بهادار تنها راه تأمین مالی خارجی یک بنگاه و تنها وسیله‌ای که به کمک آن انواع متفاوت سرمایه‌گذاری با یکدیگر مقایسه می‌شود، نیست. سؤال اساسی این است که آیا در این مورد بازار نسبت به بانکها و سایر نهادهای مالی برتری دارد» (Drake, 1973, p.194). اثرات تخصیصی بازار اوراق بهادار وقتی مشهود است که اقداماتی در زمینه فراهم آوردن امکان ارزیابی انواع مختلف سهامهای رقیب انجام پذیرد. تکیه صرف بر دورنمای سودآوری بنگاه منحرف‌کننده است؛ زیرا ممکن است از ناقص بودن بازار به دلیل وجود قدرت بازاری، کنترل بازار، حمایتهای تعرفه‌ای، ممنوعیت واردات و غیره حاصل شده باشد. ما به تحلیل مقایسه‌ای سیاستهای تجاری، پولی و مالی کشورهای عضو بانک توسعه اسلامی نیاز داریم، به طوری که بتوانیم اطلاعات بهتری در مورد وضعیت اقتصاد این کشورها در اختیار سرمایه‌گذاران قرار بدهیم.

۳-۱-۷. اوراق بهادار به عنوان وثیقه

چنانچه بازار اوراق بهادار اسلامی به وجود آید، باید جریان وجوه برای سرمایه گذاری، نه تنها از طریق مشارکت که از طریق وام بدون بهره افزایش یابد. شریعت به وام دهندگان اجازه می دهد در جهت امنیت وام از پیش اقدام کنند. استقبال بانکها از قبول اوراق بهادار به عنوان وثیقه می تواند جریان وجوه را افزایش دهد. به خصوص اینکار به بنگاههای کوچک در کشورهای اسلامی کمتر توسعه یافته که مشکلاتی در تجهیز منابع دارند، کمک می کند؛ زیرا شواهد زیادی وجود دارد که بنگاههای بزرگ، معتبر و دارای سابقه طولانی در امر تجارت دسترسی بیشتری به بانکهای تجاری و بانکهای توسعه محلی برای دریافت وام و اعتبار دارند.

از لحاظ نظری، زمینه برای تأمین مالی از طریق وام بدون بهره در چارچوب اسلامی ماهیتاً محدود است؛ زیرا بانکهای اسلامی در وهله نخست، از تأمین مالی انواع سرمایه گذاریها بر پایه سهم بری در سود و زیان استقبال می کنند. اما بانک توسعه اسلامی، با توجه به اینکه بانک توسعه برای ۴۴ کشور اسلامی است، در زمینه فعالیتهای غیرانتفاعی (نظیر حمل و نقل، ارتباطات و غیره) وامهای بدون بهره اعطا می کند.

چنانچه استفاده از اوراق بهادار به عنوان وثیقه رواج پیدا کند، زمینه برای فعالیتهای وامی گسترش می یابد؛ گرچه اهداف بلند مدت اقتصاد اسلامی از طریق اوراق مالکیت، اجاره، تجارت و سایر فعالیتهای سهم بری در سود به نحو بهتری تحقق می یابد. با این همه، همیشه زمینه برای تأمین مالی از طریق وام تحت شرایط معینی وجود دارد.

تحلیل پیشین ممکن است به این توهم منتج شود که شباهتهایی میان عملکرد بازار اوراق بهادار اسلامی و غربی وجود دارد؛ بازار اوراق بهادار اسلامی چه وجه متمایزی دارد؟ امتیاز بازار اوراق بهادار نه فقط در شیوه

اجرای این عملیات که در اهداف متفاوت آن است. به عنوان آخرین تعلیل، بازار مالی اسلامی مشارکت کار و سرمایه را بر یک پایه دائمی با یکدیگر ادغام و انگیزه های فردی را با مسئولیت پذیری اجتماعی توأم می کند. این تفاوتها به خوبی در بررسی انواع متفاوت مشارکت در سرمایه گذاری بر اساس موازین اسلامی مشخص می شود. این بحث ما را به مسئله معرفی اصولی که بازار اوراق بهادار اسلامی بر پایه آن عمل می کند، می کشاند.

۲-۳. چارچوب اسلامی بازار اوراق بهادار

از لحاظ نظری، بازار اوراق بهادار اسلامی باید بر پایه اصول تأمین مالی مشارکت و مضاربه سازماندهی شود. این مبنا امکان استفاده از وامهای بدون بهره را نفی نمی کند. عملیاتی کردن اصول اقتصاد مبتنی بر مشارکت به تغییرات ساختاری عمیقی در بازارهای مالی سکولار منتهی می شود. در اینجا به اختصار ماهیت و محدوده به کارگیری تأمین مالی از طریق وام، مشارکت، مضاربه و مزایحه بررسی می شود.

۳-۲-۱. وام

همان طوری که پیشتر اشاره شد، اقتصاد اسلامی اساساً یک اقتصاد مشارکتی است؛ با این همه، قرض پول بدون آنکه قرض دهنده در سود و زیان مشارکت کند نیز مجاز است. بنابراین، چنانچه نیاز باشد، بازار مالی اسلامی می تواند از اسناد وامی استفاده کند. در این رابطه، چهار اصل مشخص بر فرآیند اعطای وام حکمفرماست:

اول. دریافت وام بدون بهره در صورت نیاز مبرم به آن مجاز است. از پیامبر (ص) نقل شده است که از بدهی و گناه به خدای سبحان

پناه می‌بردند.^۱ بر این اساس، دریافت وام بدون بهره بدون دلیل موجه کراهت دارد. رسول خدا(ص) به هنگام نماز در پیشگاه خدای سبحان دعا می‌کردند که «پروردگارا! از گناه و بدهی به تو پناه می‌آورم». شخصی از ایشان سؤال کرد: ای رسول خدا! دلیل پناه جستن شما به خدای سبحان از وقوع در بدهی چیست؟ ایشان در پاسخ فرمودند: مردم زیر بار بدهی دروغ می‌گویند و عهدشکنی می‌کنند.

دوم. سند قرض حتماً باید به صورت مکتوب ثبت شود و نباید قرارداد به زیان قرض گیرنده باشد. پیشتر نشان دادیم که این ویژگی قراردادهای بدهی از قرآن کریم مستفاد می‌شود.

سوم. در اسلام اعطای وام در مقابل وثیقه مجاز است؛ بنابراین، گرو گذاشتن یک دارایی به عنوان ضمانت بازپرداخت بدهی جایز است و به مرتهن اجازه داده می‌شود در محدوده‌ای که شریعت تعیین می‌کند، از رهن استفاده شود.

ابوهریره از پیامبر اکرم(ص) نقل می‌کند که فرمودند: «حیوان گرویی را می‌توان به اعتبار مخارجی که برای نگهداری آن صرف می‌شود، برای سواری استفاده کرد؛ شیر حیوان شیردهی را که به رهن گذاشته شده است، می‌توان نوشید و کسی که حیوان را برای سواری یا از شیر آن استفاده می‌کند، باید هزینه آن را بپردازد» (بخاری).

این روایت نشان می‌دهد که وقتی فردی برای نگهداری شیئی که نزد وی گرو گذاشته شده است باید متحمل مخارجی شود، پس حق دارد از

۱. در خصوص ذکر نقل قولها از پیامبر اکرم(ص) طبعاً عدم ذکر منابع و مراجع معتبر، ارزش کار مؤلف را در مقام نقد و بررسی و ارزیابی صحت مستندات پایین آورده است؛ افزون بر اینکه استناد به افرادی چون ابوهریره محل تأمل و نقد است (ناشر).

منافع آن شیء بهره‌مند شود؛ بنابراین، خانه یا زمین را می‌توان گرو گذاشت، مشروط بر اینکه مرتهن آنها را تملک کند و چنانچه هزینه مرمت خانه را پرداخت کند، می‌تواند در آن سکونت کند یا آن را اجاره دهد و چنانچه هزینه‌ها را قبول کند، می‌تواند زمین را زراعت کند و محصول آن را مالک شود. مسئله اعطای وام در مقابل ضمانت مناسب، استفاده‌هایی در رابطه با اسناد وام منتشرشده توسط بانکهای اسلامی و بنگاهها دارد.

اصل چهارم حاکم بر مسئله وام، اصل بازپرداخت است. همان‌طوری که وام‌دهنده به گونه‌ای هدایت می‌شود که از اجحاف و بی‌عدالتی نسبت به وام‌گیرنده پرهیز کند، وام‌گیرنده نیز به گونه‌ای هدایت شده است که نهایت تلاش صادقانه خود را برای بازپرداخت وام به کار گیرد. بر اساس روایتی که ابوهریره از پیامبر (ص) نقل می‌کند که فرمودند: «هر کس دینی را بر عهده داشته و قصد بازپرداخت آن را داشته باشد، خداوند سبحان به جای وی دینش را پرداخت می‌کند و هر کس دینی را بر عهده داشته و قصد بازپرداخت آن را نداشته باشد، خداوند شر و بدی نصیب وی می‌کند» (بخاری). اسلام تأخیر در بازپرداخت وام را بدون دلیل موجه جایز نمی‌شمارد. ابوهریره نقل می‌کند: پیامبر خدا (ص) فرمودند: «تأخیر شخص متمول در بازپرداخت وام ظلم است» (بخاری). از پیامبر نقل است که حتی فرموده‌اند: «مجازات و سلب اعتبار کسی که علی‌رغم توانایی در بازپرداخت، پرداخت آن را به تأخیر می‌اندازد، مشروع است» (بخاری).

از بحث پیشین، فرضیه زیر را می‌توان نتیجه گرفت:^۱ قرض الحسنه، وام بدون بهره، تنها برای تأمین نیازهای مصرفی و ترویج نوع دوستی توصیه شده است. وام به منظور اهداف تجاری در جایی که به سرمایه‌گذاری بر پایه سهم‌بری در سود و زیان توصیه شده است، توجیهی ندارد یا توجیه کمی دارد. با این همه، وام‌های بدون بهره با هدف توسعه از آنجایی که در جهت رفاه عمومی جامعه (احداث جاده، فرودگاه و غیره) است، توصیه می‌شود؛ چرا که مصرف آن ماهیتاً غیررقابتی است و تعیین قیمت برای آن مشکل است.

بحث پیشین بر این نکته تأکید دارد که زمینه محدودی برای استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر وام‌های بدون بهره وجود دارد.

۳-۲-۲. مشارکت

اسلام سرمایه‌گذاری در چارچوب نظام مشارکت را اجازه می‌دهد. بر این اساس، مؤسسات مالی با مشتریان خود در یک طرح برای یک مدت زمانی محدود مشارکت می‌کنند. هم بانکها و هم مشتریان آنها به نسبت‌های مختلف به تشکیل سرمایه کمک می‌کنند و از پیش با یکدیگر بر روی یک نسبت ثابت سود توافق می‌کنند.

لازم به ذکر است که توزیع سود به مفاد قرارداد منعقدشده میان طرفین بستگی دارد، اما ضرر بر اساس سهم افراد از کل سرمایه تقسیم می‌شود. علاوه بر این، قراردادهایی وجود دارد که در آنها مشارکت ثابت یا نزولی است. بانک اسلامی اردن قراردادهای نوع دوم را ارائه کرده است.

۱. نتایج بیان‌شده در این بخش به دلیل عدم ذکر نحوه استنتاج محل تأمل می‌نماید. بدین معنا که درون خود دیدگاه اهل سنت می‌توان برای آن معارضانی سراغ گرفت؛ با این حال، دیدگاه مؤلف از حیث علمی در خور توجه می‌نماید (ناشر).

در این قراردادها مشارکت بانک در طول زمان کاهش می‌یابد. بانک سهم مشتریان خود را تا زمان بازپرداخت کامل سرمایه اولیه محاسبه می‌کند. با این همه، قراردادهایی نیز وجود دارد که در آن مشارکت در طول زمان افزایش می‌یابد. دلیل اصلی برای کاهش مشارکت در طول زمان، آزاد شدن سرمایه برای طرحهای سرمایه‌گذاری دیگر است؛ بر همین اساس، چنانچه طرح سرمایه‌گذاری دیگر که بازده بهتری داشته باشد، موجود نباشد، به منظور بهره‌مند شدن از مزایای صرفه‌جوییهای مقیاس بهتر است میزان مشارکت افزایش یابد. وقتی مشارکت خاصی میان بانک و بخش خصوصی بر اساس قرارداد مشارکت برقرار می‌شود، چنانچه بانک در صورت موفقیت طرح، حق مالکیت خود کاهش دهد، مطلوب است پایه اولیه مشارکت را تا حد ممکن افزایش داد. این کار از آنجایی که توزیع بهتری از درآمد را موجب می‌شود، با روح شریعت اسلام سازگار است.

بنابراین، مشاهده می‌شود که می‌توان اعتباری تضمین‌شده را برای یک مدت محدود معین بدون بهره به چرخه فعالیت‌های تولیدی تزریق کرد و برای طرفهای شرکت‌کننده در سرمایه‌گذاری کسب سود کرد. مسئله «مشارکت محدود» در گسترش بورس اسلامی سهام که زمینه خرید و فروش این نوع سهامهای بانکی را فراهم می‌کند، مهم است؛ زیرا تأسیس بورس اسلامی سهام نقل و انتقال مالکیت اوراق بهادار را تسهیل می‌کند. قراردادهای مشارکت با میزان مشارکت ثابت، کاهنده و افزایشی را می‌توان به راحتی به شکل اوراق بهاداری طراحی کرد که قابل خرید و فروش در بازار اوراق بهادار باشد.

۳-۲-۳. مضاربه

مضاربه شکل دیگری از سرمایه گذاری مجاز در اسلام است که کار و سرمایه را با یکدیگر ترکیب می‌کند. در این نظام، بانک سرمایه و مشتریان بانک، کار تخصصی را فراهم می‌کنند. در این حالت نیز سود بر اساس یک نسبت توافقی تقسیم می‌شود. در صورت ضرر، مادامی که دلیل آن تقصیر یا کوتاهی مشتری نباشد، بانک تمام ریسک مالی را قبول می‌کند و مشتریان تنها به اندازه ارزش کاری که انجام داده‌اند، متضرر می‌شوند. اگر قرارداد مضاربه به نحو مناسبی به کار گرفته شود، به اقتصاد مشارکتی منجر می‌شود. بر اساس نظر ادوویچ (Udovitch, 1970, pp.175-6):

«عملکرد اقتصادی «کامندا»^۱ در بیان سرخسی با نهادهای اقتصادی قرون وسطی سازگاری کامل دارد. مهم‌ترین نقش کامندا در تجارت «به خدمت گرفتن سرمایه» و «به خدمت گرفتن مهارت تجارت کردن» توصیف شده است. سرخسی با اشاره به نقش اقتصادی این نهاد حقوقی،

۱. کامندا (commenda) در زبان عربی با سه واژه «قراض»، «مقارضه» و «مضاربه» مشخص می‌شود که هر سه واژه مشترک معنوی هستند و تفاوت فراوانی در معنا یا در ارتباط با یکدیگر ندارند. علت به کارگیری واژه‌های مختلف برای یک معنا احتمالاً به عوامل جغرافیایی مربوط می‌شود. از واژه‌های قراض و مقارضه به ظاهر در شبه جزیره عربستان استفاده شده است و واژه مضاربه مربوط به قلمرو عراق است. بعدها این تفاوت در عبارت‌پردازی به مذاهب فقهی منحصر می‌شود؛ مذاهب مالکی و شافعی از واژه قراض و با درجه‌ای خفیف‌تر از واژه مقارضه استفاده می‌کنند و مذهب حنفی واژه مضاربه را به کار می‌گیرد. ما آخرین واژه (مضاربه) را ترجیح می‌دهیم؛ زیرا با آنچه در کتاب پرودگار متعال در این خصوص یافت می‌شود، مطابقت دارد. خدواند متعال می‌فرماید: «در جستجوی نعمتهای خدواند بر روی زمین سفر می‌کنند (یضربون فی الارض)»، معنای آیه این است که به هدف تجارت سفر می‌کنند (Udovitch, 1970, pp.174-5).

استفاده گسترده آن در قرون وسطی برای تجارت را نیز بازگو می کند. تفسیر سخنان وی چنین است که سود تنها از ترکیب سرمایه با فعالیتهای تجاری قابل حصول است و در برخی زمینه های تجاری مانند تجارت راه دور، کامندا ایده آل ترین وسیله برای دستیابی به هدف کسب سود است.

سرمایه گذاری از طریق مشارکت و مضاربه، نکات قابل ملاحظه زیادی در رابطه با چگونگی کار بازار اوراق بهادار اسلامی دارد؛ برای نمونه نخست، استفاده از این روشها موجب ثبات درونزای سرمایه گذاری می شود؛ زیرا تحت چنین نظامی به جای اینکه هزینه سرمایه تابعی از نرخ بهره از پیش تعیین شده باشد، تابعی از نرخ بازده سرمایه گذاری خواهد بود. نرخهای بهره ثابت در مقابل سود نامطمئن است که بازارهای مالی غربی را بی ثبات می کند و زمینه ساز فعالیتهای سفته بازی می شود. تحت سیستم مضاربه، تأمین کننده وجوه و سرمایه گذار هر دو در مورد نرخ بازده حاصل از سرمایه گذاری مسئولیتی مشترک دارند؛ بنابراین، تأمین مالی از طریق مضاربه کمتر در معرض سفته بازی و نوسانات تجاری ناشی از آن، که اثرات منفی مستقیمی در بازار اوراق بهادار دارد، قرار می گیرد.

برای نمونه دوم، سرمایه گذاری از طریق مضاربه از آنجایی که باید با سرمایه انسانی ترکیب شود، بعد دیگری را عملیات بازارهای سرمایه وارد می کند؛ به عبارت دیگر، چنانچه قرض دهنده ای وامی را برای فعالیتهای مولد عرضه کند، قرض گیرنده با وی شریک است یا شریک عضو دیگری خواهد بود که در آن فعالیت خاص یا از طریق پول خود یا کار خود به هدف افزایش تولید و نیز افزایش سود سهامداران مشارکت می کند. از آنجایی که قرض دهنده نیز به دلیل مشارکت در خطر سود و زیان شریک سرمایه گذاری است، سرمایه گذاری از طریق مضاربه قلمرو عملیاتی بازارهای سرمایه را گسترش می دهد؛ زیرا نه تنها مضاربه مشارکت تنها با

سرمایه انسانی را مجاز می‌شمرد که مشارکت از طریق فقط وجوه مالی و نیز هر ترکیب متغیری از وجوه مالی و سرمایه انسانی را مجاز می‌داند؛ بنابراین، نتیجه بسیار مهم این بحث این است که بازارهای مالی اسلامی قادرند از انواع متفاوت سهام و گواهیهای سرمایه گذاری با ترکیب و سررسید متغیر استفاده کنند.

۳-۲-۴. مرابحه

در سرمایه گذاری از طریق مرابحه، که ماهیتاً کوتاه مدت است، بانک اسلامی برای موکلان خود کالا می‌خرد و آنها را با ربح یا نرخ سود ثابتی بالاتر از هزینه اولیه بازفروش می‌کند. تصریح رابطه قیمت فروش با هزینه اولیه کالا، مشتری را در مقابل اجحاف ناعادلانه اندکی حمایت می‌کند. قاعده عمومی این است که «هزینه مستقیمی که صرف آن برای تهیه کالا یا خدمات اجتناب‌ناپذیر است (مانند هزینه دلالتی) در قیمت کالا داخل می‌شود، درحالی که هزینه‌های شخصی تاجر یا هزینه‌های غیرمستقیم تهیه کالا نباید در محاسبه هزینه ای که مرابحه بر پایه آن انجام می‌گیرد، وارد شود. به منظور حمایت بیشتر از مشتری، فقهاء تأکید می‌کنند که فروشنده باید از به کارگیری عبارتهای گمراه کننده پرهیز کند. فروشنده باید در چگونگی محاسبه مبلغ پایه مرابحه محتاط باشد. اگر او هزینه‌های متعددی را در این مبلغ وارد کند، نه به طور مستقیم و نه غیرمستقیم، نباید خریدار را متقاعد سازد که مرابحه بر پایه قیمت خرید انجام گرفته است بلکه باید از عبارتی استفاده کند که نشان دهد هزینه تمام شده کالا این مبلغ است؛ نه قیمتی که وی بابت خرید کالا پرداخت کرده است» (Udovitch, 1970, p.220).

به نظر می‌رسد ببع مرابحه در میان بانکهای اسلامی بسیار شایع می‌باشد، اما لازم است در این معاملات در خصوص نحوه تعیین ربح یا نرخ سود مراقبت شایسته‌ای انجام گیرد. واقعیت این است که مشروعیت مرابحه بر پایه مبلغی که گمراه‌کننده یا فریبکارانه نباشد، امکان تثبیت قیمتی بسیار بالاتر از هزینه اولیه را نفی نمی‌کند. گرچه سود عادلانه در اسلام مجاز است، اما سودجویی در اسلام تشویق نشده است؛ بنابراین، تعریف محدوده آزادی عمل فروشنده در مورد خرید، فروش، بیعانه، اقساط و غیره تا حد ممکن واجب است. بسیار مهم است که بانک با تصریح ریسک موجود در این معاملات، زمانی که صرف انجام آن می‌شود، و هزینه‌هایی که صرف حسن انجام کار می‌شود، نرخ سود را توجیه کند؛ با این همه، «ممکن است با شرایط فرضی دیگری نیز مواجه شد که در آن به کارگیری ببع مرابحه تأثیر خاصی دارد. یک مورد جایی است که می‌توان از آن به شکل حق العمل‌کاری استفاده کرد. مؤید این مورد وضعیتی است که در آن فردی کالایی را نشیئه خریداری و سپس آن را بر پایه مرابحه با اضافه‌بهای مبتنی بر یک مبلغ ثابت یا نرخ سود ثابت مازاد بر قیمت خرید بازفروش می‌کند. تنها محدودیتی که در اینجا برای فروشنده وجود دارد، این است که به خریدار بگوید کالای مورد مبادله به صورت نشیئه خریداری شده است. بر طبق فتوای سرخسی، صداقت و راستی ایجاب می‌کند که این اطلاعات به خریدار داده شود؛ زیرا به طور معمول قیمت کالاهایی که نشیئه خریداری می‌شوند، از قیمت کالاهایی که نقدی معامله می‌شوند، بیشتر است. امکان پذیری حق العمل‌کاری در مرابحه مربوط به تعاملات تجاری اسلامی در قرون وسطی است که ما در اینجا نمی‌توانیم داوری دقیقی در مورد آن کنیم؛ چه اینکار امکان‌پذیر باشد و تأثیرات اقتصادی آن هر چه باشد، صاحب سرمایه تحت همان شروطی که

برای هر معامله‌گر دیگری قرار داده شده است، حق دارد در این معامله وارد شود» (Udovitch, 1970, pp.220-22).

۳-۲-۵. بیع سلف

در معاملات سلف، بانک توافقنامه‌ای را با یک کشاورز برای پیش خرید محصولات کشاورزی امضاء می‌کند، که در آن جزئیات کامل کالا، کیفیت، قیمت و مکان و زمان تحویل کالا مشخص می‌شود و مبلغ توافق‌شده در زمان انعقاد قرارداد پرداخت می‌شود. وقتی کالا تولید شود و در زمان مقرر در اختیار بانک قرار گیرد، بانک آزاد است کالا را، چنان که مایل است، بفروشد. علی‌هذا، بیع‌السلم نوع خاصی از توافقات تجاری است که باید تحت شروط و ضوابط معینی، که در شرع تعیین شده است، انجام گیرد. بنابراین، لازم است قانونی وضع شود که ضامن رعایت جمیع این شروط در همه ابعاد باشد. با توجه به وجود این خطر که از پیش تعیین کردن قیمت می‌تواند به عنوان ابزاری برای استثمار کشاورز سوءاستفاده شود، لازم است سازمانی مستقل با مسئولیت کنترل بر قیمت‌گذاری در معاملات سلم ایجاد شود (گزارش شورای شریعت پاکستان، ۱۹۸۰، ص ۴۴).

بنابراین، ملاحظه می‌شود که امکان انتشار انواع متعددی از اوراق تجاری با استفاده از برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مرابحه و بیع‌السلم امکان‌پذیر است. در بحث‌های بعدی خواهیم دید که شیوه‌های دیگری از تأمین مالی اسلامی مانند اجاره، اجاره به شرط تملیک و غیره نیز وجود دارد. به منظور برخورداری از این ابزار، باید امکان انتشار این قبیل اوراق تجاری بررسی شود.

۳-۳. اصول عملیاتی

تحلیلهای پیشین اصول عملیاتی زیر را در بازارهای مالی ارائه می‌کند:

الف. حذف ربا از تمام معاملات در بازارهای مالی؛

ب. استفاده از دکترین مسئولیت محدود (یعنی تحمل ضرر به اندازه میزان سرمایه): مسئولیت محدود طرفهای قرارداد در معامله با شرکتها مبتنی بر این واقعیت است که شرکتهای دارای مسئولیت محدود تحت حمایت حقوق خصوصی قرار دارند و همانند معامله با اشخاص، در صورت ثبوت افلاس و ورشکستگی از تعهدات خود تبرئه می‌شوند (گزارش شورای ایدئولوژی پاکستان، ۱۹۸۰، ص ۹۰)؛

ج. توزیع عادلانه سود سهام میان سهامداران: معنای این عبارت تعیین درصد سهم‌بری در سود و زیان به نسبت میزان سرمایه هر فرد است؛

د. تضمین پایه گسترده‌ای از مالکیت سهام و گواهیهای سرمایه گذاری به منظور توزیع درآمد بهتر: این حقیقت که مضاربه به کسی که دارای سرمایه نیست، اجازه می‌دهد در سود و زیان فعالیتهای تولیدی مشارکت کند، نشان‌دهنده این واقعیت است که در شریعت پایه وسیع‌تری برای مالکیت اوراق بهادار و گواهیهای سرمایه‌گذاری وجود دارد. از این نکته می‌توان نتیجه گرفت که در نظام اسلامی ادغام فعالیتهای تجاری و پیشنهاد خرید عمومی سهام به منظور در اختیار گرفتن کنترل بر شرکت باید تحت نظارت دقیقی باشد. ادبیاتی که در مورد نهاد حسبه (که بر دخالت دولت برای ایجاد آنچه در شرع لازم است و ممنوع کردن آنچه در شرع ممنوع است، دلالت دارد)، نشان می‌دهد که در شریعت کنترل بر قیمتهای اوراق بهادار و تبانی کردنیهای انحصاری مجاز است. این را می‌توان از دخالتهایی که توسط مقامات صلاحیتدار در امر کنترل و نظارت بر قیمتها در بازار از زمان پیامبر خدا(ص)، وقتی اولین حکومت اسلامی در مدینه تأسیس شد، به دست آورد. به علاوه، این با مهم‌ترین دغدغه اسلام در مورد اجرای

عدل و عدالت و منصفانه رفتار کردن میان طبقات مختلف جامعه کاملاً سازگار است (ابن تیمیه: ۱۹۸۲).

۳-۴. نتیجه

بنابراین، می‌توانیم به درستی بگوییم که بر پایه اصول مشارکت، مضاربه، مرابحه، وام و سایر شیوه‌های تأمین مالی اسلامی، انواع متعددی از ابزارهای مالی (کوتاه مدت و بلند مدت) قابل انتشار است. مفهوم اسلامی بیع ما را قادر می‌سازد برای اوراق بهادار اسلامی بازارهای ثانویه داشته باشیم. در این رابطه، لازم به ذکر است که «دلیلی وجود ندارد آنچه ممنوع شده، تماماً بد و آنچه مجاز شمرده شده است، تماماً خوب باشد بلکه همان طور که الشاطبی می‌گوید قدغنهای اسلامی هم اثرات مطلوب و هم اثرات نامطلوب دارد و اسلام ضوابط خود را بر اثرات غالب قرار داده است» (Zarqa, 1980, p.9).

بنابراین، [اگر بخواهیم با اصطلاحات رایج در اقتصاد غربی سخن بگوییم، می‌توان چنین ادعا کرد که] موضع شریعت بر پایه «نظریه بهینه دوم» قرار گرفته است؛ بدین مضمون که وقتی اولین گزینه امکان پذیر نیست، بهتر است از بهترین گزینه دوم استفاده شود؛ بر این اساس، چنانچه اصول مختلف تأمین مالی در تناقض با یکدیگر قرار گیرد و تناقض ایجاد شده اجتناب‌ناپذیر باشد، تصمیم‌گیری باید بر اساس اثرات غالب قرار گیرد.

بخش دوم:

نقد چارچوب نهادی غربی

فصل چهارم:

دورنمای اسلامی در مورد

رفتار شرکت کنندگان در بازار اوراق بهادار

۴-۱. مقدمه

اهداف اصلی در این بخش بررسی این نکته است که تا چه اندازه رفتاری که سرمایه گذاران، سفته‌بازان، پوشش‌دهندگان ریسک و آربیتراژرها در بازارهای اوراق بهادار غربی از خود بروز می‌دهند، در اسلام جایز است. علی‌رغم این واقعیت که افراد متعلق به یک گروه را نمی‌توان به طور کامل از گروه‌های دیگر جدا کرد، لازم است به لحاظ مفهومی فعالیت‌های آنها را از یکدیگر جدا کرد تا بتوان نوع فعالیت هر یک از شرکت‌کنندگان در بازار را از دیدگاه اسلام درک کرد. در حالت کلی، از دیدگاه شریعت (حقوق اسلامی)، رفتار سرمایه‌گذاران که اساساً به دست آوردن سود سرمایه‌گذاری از طریق سهم‌بری است، مورد پذیرش اسلام است؛ اما رفتار سفته‌بازان، پوشش‌دهندگان ریسک و آربیتراژرها از دیدگاه شرعی مورد سؤال است که بررسی فعالیت‌های آنها را لازم دارد.

ابزارها/ تعهدات مالی جدید در بازارهای اولیه مبادله می‌شود؛ اما دارایی‌های مالی به طور مجدد در بازاری ثانویه موسوم به بورس اوراق بهادار (مانند بورس لندن، نیویورک) به فروش می‌رسد. کارها در بورس اوراق بهادار توسط افراد متخصص صلاحیت‌داری انجام می‌گیرد که «کارگزار» یا «دلال» نامیده می‌شوند. دلالان سهامی را در جهت منافع خود خرید و فروش می‌کنند و معمولاً در سهام خاصی مثل سهام شرکت‌های

خدمات مهندسی تخصص پیدا می کنند. کارگزاران در ازای دریافت حق کمیسیون سهامی را در جهت منافع موکلان خود خرید و فروش می کنند. در بحثهای آتی خواهیم دید که فعالیت کارگزاران و دلالتان از نظر شرعی اعتبار کمی دارد؛ به همین دلیل، ممکن است در بازارهای اوراق بهادار اسلامی در عمل لازم باشد فعالیتهای کارگزاران و دلالتان در هم تلفیق شود. در اینجا ابتدا به اجمال فعالیت هر یک از شرکت کنندگان در بازار بررسی می شود.

۴-۲. سرمایه گذاران

بسیاری از افراد و بنگاهها داراییهای مالی را به هدف سرمایه گذاری و به دست آوردن جریانی از درآمد می خرند. تا زمانی که سرمایه گذاران درآمد خود را از طریق سود سهام به دست می آورند، نه از طریق نرخ بهره ثابت از پیش تعیین شده، این شکل از سرمایه گذاری در اسلام مجاز است.^۱ با این همه، بسیاری از سرمایه گذاریها در بازار اوراق بهادار مانند اوراق بهادار ممتاز، اوراق تثبیت شده، سهام ترجیحی، انواع قرضه و اسناد تجاری کوتاه مدت دربردارنده نرخ بهره ثابت از پیش تعیین شده می باشند. مشاهده کردیم که سرمایه گذاری در چنین اوراق بهاداری در اسلام مجاز نیست. اسلام مبادله مشروع داراییهای مالی جدید و تازه منتشر شده را، چه در بازارهای اولیه و چه در بازارهای ثانویه، تا جایی که درآمد به دست آمده ناشی از دستکاریهای مصنوعی نباشد، یا مبادلات داراییهای مالی شکل

۱. قرآن می فرماید: «...گویند هیچ فرقی میان بیع و ربا نیست و حال آنکه خداوند بیع را حلال و ربا را حرام کرده است... خداوند سود و منفعت ربا را نابود می کند و صدقات را افزونی می بخشد...» (بقره: ۱۷۵-۱۷۶).

قماربازی در کالاها یا داراییهایی را که وجود خارجی ندارند، به خود نگیرد، اجازه می‌دهد.

گرچه تمیز فعالیت سرمایه‌گذاران از فعالیت سایر دارندگان داراییهای مالی موسوم به سفته‌بازان بسیار مشکل است، جدا کردن این فعالیت‌های از یکدیگر به لحاظ مفهومی و در عمل بسیار مهم است؛ چرا که منافع سفته‌بازی که ناشی از انتظارات عقلایی در بازار است، از لحاظ شرعی جایز نیست.^۱

اسلام تلاش می‌کند از طریق راه‌های اخلاقی^۲ فعالیت‌های سفته‌بازی را تقلیل دهد. حتی در جوامع سرمایه‌داری نیز تلاش‌های زیادی برای به کنترل درآوردن فعالیت‌های سفته‌بازی انجام می‌گیرد. برخی از اصول مربوط به عملیات بازارهای مالی را می‌توان از بحث‌های قبلی به دست آورد.

۱. این فتوا مبتنی بر روایتی است که از پیامبر خدا (ص) نقل می‌کند که فرمودند: «کسی که غلات را در وقت کمبود آن (به امید سودجویی) احتکار می‌کند، مرتکب گناه کبیره شده است» (مسلم و مشکات). به همین ترتیب، از عمر نقل می‌شود: پیامبر (ص) فرمودند: «کسی که غله را وارد می‌کند تا به نرخ بازار بفروشد، مورد رحمت خداوند است و کسی که غله را به امید آنکه در آینده گران‌تر شود، حبس می‌کند، از رحمت خداوند دور است». بنابراین، حبس کردن غله و سایر کالاها برای آنکه قیمت آن به طور مصنوعی افزایش یابد و نیز فریب دادن خریدار از طریق تبانی با یک فرد سوم، که قیمت بالاتری را برای خرید کالا پیشنهاد کند، حرام است (بخاری). اما کسی که از طریق حراج کالای خود را به بالاترین پیشنهاد می‌فروشد، از نظر اسلام معامله درستی انجام داده است (ترمذی).

۲. گرچه راه‌های اخلاقی مصنوعیت و اهمیت دارند، صرفاً تمام تلاش اسلام به همین موارد منحصر نمی‌شود (ناشر).

۴-۲-۱. سفته‌بازی: پیش‌خرید کنندگان، پیش‌فروش کنندگان و دلالان

تغییرات مصنوعی که در قیمت اوراق بهادار توسط سفته‌بازان (پیش‌خرید کنندگان، پیش‌فروش کنندگان و دلالان) مسلط بر عملیات جاری بازارهای پولی و بورس اوراق بهادار به ندرت مورد تأیید اسلام است؛ در نتیجه، سفته‌بازی لجام‌گسیخته، توسعه سرمایه‌ای یک کشور و به تعاقب آن، رشد درآمد ملی نتیجه فرعی فعالیت‌هایی خواهد بود که در بازار اوراق بهادار انجام می‌گیرد که به نوبه خود به مثابه یک کازینو یا شرط‌بندی در مسابقات اسب‌دوانی عمل می‌کند. بر اساس شرع مقدس، ربا و غرر دو عامل عمده در نامشروع شدن معاملات هستند. سفته‌بازی [در چارچوب غربی] نامشروع است؛ زیرا معمولاً با غرر (نااطمینانی) همراه است. در چارچوب غربی، سفته‌بازی با ربا همراه است؛ چرا که معامله همه ابزار مالی جز سهام به نحوی از انحاء با بهره سر و کار دارد.

علاوه بر این، «غرر» به معنای مخاطره، شانس یا ریسک است. در واژگان فقهی، غرر عبارت است از فروش چیزی که وجود ندارد؛ یا فروش چیزی که عاقبت آن (نتیجه یا محصول آن) معلوم نیست؛ یا فروش چیزی که با ریسک و مخاطره همراه است؛ بدین معنا که حصول یا عدم حصول آن، مانند ماهی در آب یا پرنده در هوا، معلوم نیست. این بدان معناست که این نوع معامله (که در اسلام تحریم شده است)، از جهت بیرونی شبیه به فریب دادن خریدار است و جهت درونی ماهیت شیء مجهول است (Haque, 1977).

بنابراین، به منظور پرهیز از نااطمینانی، حقوق اسلامی استفاده از حق

مالکیت را دست‌کم در سه وضعیت زیر نفی می‌کند:

۱. چیزهایی که به عنوان موضوع معامله وجود خارجی ندارند؛

۲. چیزهایی که وجود دارند، اما تملک واقعی یا دسترسی به آن دور از انتظار است؛

۳. چیزهایی که امکان قبض و اقباض آن نامعلوم است.

علاوه بر این موارد، موارد دیگری که در آن، معامله باطل یا فسخ می‌شود، وجود دارد (Cf. Schacht, 1979, p.135; Haghes, 1980, p.33).

از آنجایی که فعالیتهای سفته‌بازی نااطمینانی (غرر) زیادی ایجاد می‌کند [می‌توان استنتاج کرد که] اعتبار آنها از لحاظ شرعی مردود است. تذکر این نکته لازم است که یک «پیش‌خریدکننده» به امید آنکه قیمت سهام افزایش یابد، به طوری که در آینده بتواند از فروش آنها منتفع شود، سهام می‌خرد و یک «پیش‌فروش‌کننده» سهام خود را می‌فروشد؛ زیرا معتقد است قیمت سهام کاهش می‌یابد و در نتیجه، می‌تواند با فروش آنها سودی به دست آورد؛ و یک «دلال» خواهان خرید سهام تازه منتشرشده است؛ به قصد آنکه آنها را بلافاصله بفروشد و سود کند. حال سؤال این است که آیا یک سفته‌باز می‌تواند قیمت‌ها را به نفع خود تغییر دهد؟ گرچه پاسخ نویسنده مثبت است، بجاست حرکات قیمت در بازارهای سفته‌بازی را از دیدگاه اسلامی بررسی کرد. با اینکه تحلیلگران حرفه‌ای بورس معتقدند قیمت‌ها دارای روندند، اما آماردانان دانشگاهی معتقدند قیمت‌ها دارای روند خاصی نیستند و تغییرات آنها اتفاقی است. نظریه‌پردازان روند اتفاقی مانند بوشلیه (۱۹۶۹) و کندال (۱۹۸۳) تصویر احتمالی قیمت‌های سفته‌بازی را فرض گرفته‌اند و کار خود را با این فرضیه آغاز کرده‌اند که سفته‌بازی کالا یا سفته‌بازی سهام یک «بازی منصفانه» است که در آن احتمال سود و زیان یکسان است؛ به بیان دیگر، نفع انتظاری آن صفر است.

گرچه الکساندر (Alexander, 1969, p.128) تلاش می‌کند موضع مخالف طرفداران روند با طرفداران بدون روند بودن را با این گفته به هم نزدیک کند که: «در بازار سفته‌بازی، تغییرات قیمت به ظاهر در طول زمان دارای یک روند اتفاقی است؛ اما چنانچه حرکتی ایجاد شود، این حرکت تمایل به تداوم دارد». از نظریه روند اتفاقی می‌توان به عنوان دستاویزی برای توجیه فعالیت سفته‌بازان در بازار اوراق بهادار استفاده شود. هر نوع توجیهی که برای روند اتفاقی در قالب نظریه احتمال ارائه کنیم، واقعیت بازارهای اوراق بهادار نشان می‌دهد که می‌تواند آسان‌تر از دیگران از اطلاعات حساس موجود در بازار به نفع خویش بهره‌برداری کند؛ چرا که عوامل روندساز معینی وجود دارد که توسط یک سفته‌باز موفق قابل دستکاری است.

این باور بر پایه دلایل متعددی بنا شده است: اول. بازارهای اوراق بهادار غربی، دربرگیرنده حجم بسیار زیادی از داراییهایی است که واسطه‌های مالی آن را ایجاد کرده‌اند و روشن است که در چنین شرایطی یک فرد نمی‌تواند به تمام اطلاعات دسترسی داشته باشد. دوم. گروههای زیادی از معامله‌گران وجود دارند که برای سالها زندگی خود را از طریق خرید و فروش اوراق بهادار اداره کرده‌اند. این واقعیت را با توجه به اینکه سالها تداوم دارد، نمی‌توان با توسل به قاعده استثناء یا روند اتفاقی انکار کرد. سرانجام، حتی وقتی اطلاعات جدید در مورد یک سهام دست یافتنی باشد، به زمان احتیاج است تا مردم خود را با شرایط جدید، به طوری که این اطلاعات در قیمتهای سهام متجلی شود، وفق دهند. گرچه فرآیند انطباق ممکن است روان نباشد، تغییرات قیمت اتفاقی نیست. وقتی تغییرات فراوانی در روند مورد انتظار است، معامله سهام بر اساس اطلاعات درست در مورد یک شرکت می‌تواند سودآور باشد.

نکته قابل تأمل این است که عملیات جاری بورس سهام در غرب بستر لازم را برای آنکه یک سفته باز از طریق دستکاری قیمت‌های یک دارایی، که وجود حقیقی ندارد، بتواند کسب سود کند، فراهم می‌سازد. این همان چیزی است که در اسلام مجاز نیست؛ چرا که دغدغه اصلی سفته باز سود فوری و آنی است و توجهی به عواقب اجتماعی-اقتصادی کار خود ندارد.

کسانی که تاریخ خروشیدن دریای جنوب در ۱۷۲۰م. و از هم پاشیدن وال استریت را در ۱۹۲۹م. (Cf. Galbraith, The Great Crash, Hamish, Hamilton) می‌فهمند که تا چه اندازه سفته‌بازی لجام‌گسیخته می‌تواند مضر باشد. اخیراً دولت کویت مجبور شد یک صندوق کمک به سرمایه گذاران کوچکی که در بحران چند میلیارد دلاری بازار سهام ناشی از سفته‌بازی گرفتار شده بودند، تأسیس کند (Arab News, October 26, 1982). با این همه، ادعا می‌شود که سفته بازان مانع نوسانات قیمتی شدید می‌شوند و از این طریق، به رونق بازار و عملکرد آزاد آن کمک می‌کنند. تا وقتی که سفته‌بازی چنین خدماتی را به تولید و ممانعت از نوسانات شدید قیمت‌های سهام ارائه می‌کند، با اسلام سازگار است. اما شواهد نشان می‌دهد که بیشتر به منافع شخصی خود علاقه نشان می‌دهند تا منافع اجتماعی (Mannan, 1970, p. 196).

۴-۲-۲. منافع سفته‌بازی در مقابل منافع سرمایه‌ای

از بحث بالا نتیجه می‌شود که باید منافع سفته‌بازی را از منافع سرمایه‌ای متمایز کرد؛ تفاوت‌های اساسی میان آنها وجود دارد: اول. منافع سفته بازی از دستکاری و دخالت حاصل می‌شود، در حالی که نفع یا ضرر سرمایه‌ای نتیجه طبیعی سرمایه‌گذاریهای گذشته است. بنابراین، خرید سهم در حد

فروش یک سهم برای دارنده نسبت به داراییهای یک شرکت حق مالکیت ایجاد می‌کند. فروش یک سهم در بازار باز است که در نهایت، نفع یا ضرر سرمایه‌ای را ایجاد می‌کند. اینکار تحت ضوابطی، که شرع برای خرید و فروش تعیین می‌کند، مجاز است.

در حالت کلی، سه احتمال متصور است: تحلیل پیش از روند، تحلیل روند جاری و تحلیل پس از روند حرکات قیمتها. به منظور ساده‌سازی، اجازه دهید انواع متعدد سهام را به سه گروه کالاهای کشاورزی، کالاهای غیرکشاورزی و کالاهای بین‌المللی دسته‌بندی کنیم. این تعاریف به منظور نشان دادن اینکه چگونه می‌توان تحلیلهای اقتصادی بنیادی را در چارچوب انتظار عقلایی بررسی کرد، اختیار شده است.

فرض کنید یک بنگاه یا یک فرد قصد دارد به طور تخصصی به خرید و فروش سهام شرکت‌هایی که اساساً در امر تولید کالاهای کشاورزی مانند غلات، سبوس، شکر و پنبه فعالیت دارند، مبادرت کند. تولید این کالاها به طور مشترک نسبت به نوسانات فصلی حساسیت دارد. علی‌رغم اهمیت طرف تقاضا، با توجه به عرضه‌مدار بودن متغیرهای تصمیم‌گیری کشاورزان، تأثیرات آب و هوایی و بارندگی، شرایط درو، امکانات انبارداری و حمل و نقل علاوه بر حمایت‌های قیمتی دولت و برنامه‌های تثبیت قیمت، رعایت طرف عرضه در تحلیلهای اقتصادی غلبه دارد. در حالی که در مورد کالاهای غیرکشاورزی، متغیرهایی نظیر درآمد مصرف‌کنندگان، سطح اشتغال و وضعیت قیمتی مؤثر بر معادله تقاضا دارای اهمیت است. وضعیت کل اقتصاد نیز به دلیل تأثیری که بر دورنمای سودآوری، تغییر در فناوری، اوضاع سیاسی و تنشهای بین‌المللی دارد، بر کالاهای صنعتی اثر می‌گذارد. هر کسی با این قبیل تحلیلهای اقتصادی بنیادی سر و کار دارد. تمایل به استفاده از چک لیستهای عوامل تأثیرگذار

به منظور رسیدن به یک حدس خردمندانه یا انتظارات شخصی یا سفته بازی در مورد تغییرات احتمالی قیمت و تنظیم امور تجاری بر اساس این پیش‌بینیها را باید به صورت قلب یک عملیات تجاری موفق نگاه کرد. نکته ای که قصد دارم در اینجا بر آن تأکید کنم، این است که از طریق چنین تحلیلهای خردمندانه و منطقی در مورد رفتار بازاری، به ظاهر خطایی در رسیدن به نفع سرمایه‌ای اتفاق نخواهد افتاد؛ با این همه، اشتباه است که فکر کنیم افراد در فعالیتهای تجاری همواره سود می‌برند. اگر این قبیل تحلیلهای اقتصادی، زمان‌بندیهای فنی و مدیریت نقدینگی به شکل نامناسبی انجام گیرد، احتمال سود کاهش می‌یابد.

آنچه از دیدگاه شریعت مهم است، این است که همه باید دسترسی یکسان و عادلانه‌ای به اطلاعات داشته باشند. قطعاً در اسلام مجاز نیست که یک سفته‌باز قدرت انحصاری در خرید یا فروش به دست آورد و از راه حبس اطلاعات یا هدایت متغیرها در سمت و سوی منافع خویش بتواند بر مسیر و سازوکار بازار تأثیر بگذارد.

بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت در حالی که انتظارات مشروع معامله‌گران در بازار به منظور افزایش احتمال کسب سود مجاز است، دستکاری غیرعادلانه بازار در جهت صدمه زدن به منافع جامعه مجاز نیست. حال سؤال اساسی این است که چگونه می‌توان عدالت را در عملیات بازار بورس برقرار کرد و خطی را که از دیدگاه اسلامی انتظارات مطلوب در مورد افزایش یا کاهش قیمت سهام را از انتظارات نامطلوب جدا می‌کند، کجا کشید. در چارچوب فقه اسلامی، پاسخ این سؤال در قلمرو اجتهاد و قیاس قرار می‌گیرد. وقتی یک بازار سهام اسلامی ایجاد شود، فراهم آوردن راهکارها و ضوابطی که بر اساس آن بتوان فعالیتها در این بازار را همسو با موازین شرعی قرار داد، کار دشواری نیست. حتی در

غرب، «مرافعات در بازار سهام را می‌توان به یک دادگاه ارجاع داد تا مشخص شود در تنافی با منافع عمومی قرار دارد یا خیر. اگر دادگاه علائمی علیه فعالیت‌هایی که در بازار سهام انجام می‌گیرد، بیابد، زمانی تعیین می‌شود تا این فعالیت‌ها در جهت انصاف و عدالت اصلاح گردد» (Nobbs, 1981, p.148). دلیلی وجود ندارد که اقتصاددانان اسلامی و علمای دین نتواند گاه به گاه فعالیت‌های بازار بورس را بررسی کنند و از انطباق آن با موازین شرعی اطمینان حاصل نمایند. این مبنای نیاز به تجدیدنظر مستمر در مورد عملیات بازار سهام در چارچوب اسلامی را از طریق یک نظام نظارتی تشکیل می‌دهد.

دوم. روشن است رسیدن به چشم‌اندازی از آینده سرمایه‌گذاری با سفته‌بازی تفاوت دارد؛ به این شکل که اولی بر پایهٔ انتظارات عقلایی مبتنی بر تمام ملاحظات سیاسی - اقتصادی مربوط و دست‌یافتنی پیش از تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری بنا شده است، در حالی که دومی از طریق نگهداری ابزار مالی یا از طریق فروش آن به دنبال سود است. سرمایه‌گذاری در تملک سهام هم به درآمد جاری (به شکل سود سهام یا تشکیل سرمایه) و هم به رشد فعالیت تولیدی که از سرمایه‌گذاری مجدد بخشی از درآمدها حاصل می‌شود، بستگی دارد. بنابراین، نفع سرمایه‌ای سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری وابسته است، در حالی که در خصوص سفته‌بازی امر به این شکل نیست.

سوم. می‌توان نتیجه گرفت سرمایه‌گذار بسته به مورد عواقب کوتاه‌مدت و بلندمدت تصمیمات خود را برای فروش سهام، که به نفع یا ضرر سرمایه‌ای منجر می‌شود، در نظر می‌گیرد. در مورد سفته‌باز امر بدین منوال نیست؛ او علاقه‌ای به رشد حقیقی در بازار سرمایه ندارد. سرمایه‌گذار از آن جهت به فروش سهام خود تمایل نشان می‌دهد که یا به

درآمد نقدی نیاز دارد یا قصد سرمایه‌گذاری در فعالیت دیگری را دارد. دست کم هشت متغیر وجود دارد که تغییرات آنها بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد که عبارت اند از: اول. روند یا جو عمومی بازار (زمانهایی پیش می‌آید که فروش سهام دارای صرفه است و زمانهایی نیز پیش می‌آید که فروش سهام به صرفه نیست که به وضعیت کلی اقتصاد و درجه اطمینان عمومی بستگی دارد)؛ دوم. نرخ سود سهام؛ سوم. نرخ رشد شرکت؛ چهارم. توانایی محصول در رقابت موفقیت‌آمیز با کالاهای رقیب در طول زمان؛ پنجم. معروفیت محصول به این شکل که آیا بازار محصول در حال ترقی یا افول است؛ ششم. قیمت عمومی اوراق قرضه در بازار؛ هفتم. بازدهی سرمایه‌گذاریهای دیگر؛ هشتم. نرخ تورم.

هر نوع نفع سرمایه‌ای حاصل از تعامل میان این عوامل و متغیرها ایجاد می‌شود که در بسیاری از موارد خارج از کنترل سرمایه‌گذاران است و با روح ارزشهای اسلامی تناقض ندارد.

و سرانجام، می‌توان نتیجه گرفت که تغییر در هر متغیری جز جریان مورد انتظار سود می‌تواند بر نفع سرمایه‌ای تأثیر بگذارد. این نکته چنانچه به ارزش سهام یک شرکت به صورت ارزش فعلی سودهای حاصل از فعالیت آن شرکت در آینده نگاه شود، امر روشنی است.^۱ اگر نااطمینانی در

۱. این را می‌توان با استفاده از فرمول استاندارد ارزش فعلی به صورت زیر نشان داد:

$$PV_s = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \dots n$$

که در آن:

PV = ارزش فعلی سهام

جریان مورد انتظار سود در سال اول، سال دوم و غیره ... و R1, R2

r = نرخ تنزیل

آینده زیاد باشد یا برگشت درآمد مثلاً ۵ یا ۱۰ سال بعد باشد، نرخ تنزیل افزایش می‌یابد. گرچه تنزیلی که از انتخاب میان حال و آینده ناشی می‌شود، دارای ابعاد اخلاقی و ارزشی اسلامی است، ترجیح درآمد حاضر به جای درآمد آتی ممکن است موجب کاهش قیمت سهام شود؛ حتی اگر جریان مورد انتظار سود ثابت بماند.

از آنجا که سود انتظاری سهام و تغییر در قیمت سهام، نرخ بازده سهام را تشکیل می‌دهد. تغییر در رجحان سرمایه‌گذار به سمت درآمد امروز ممکن است قیمت سهام را کاهش دهد و در نتیجه، روی نفع سرمایه‌ای تأثیر بگذارد. نفع سرمایه‌ای سرمایه‌گذار می‌تواند در چارچوبی پویا نگرست. تغییر در رجحان وی به سمت مصرف امروز به جای درآمد آتی حاصل از سهام، می‌تواند روی نفع سرمایه‌ای وی تأثیر بگذارد. در حالی که سفته‌بازی در چارچوبی ایستا عمل می‌کند؛ چرا که رجحان وی به احتمال زیاد همواره درآمد امروز است. در اینجا باید متذکر شد که رجحان سرمایه‌گذار نیز ممکن است روزی در جهت درآمد جاری امروز باشد. این زمانی غیراسلامی است که تمایل برای درآمد با وسوسه‌های غرر به شرحی که گذشت، همراه باشد. بنابراین، آنچه یک سرمایه‌گذار را از دیگری متمایز می‌کند، انگیزه‌ای است که در ورای تمایل وی نسبت به درآمد حاضر وجود دارد. اینکه تا چه حد انگیزه سرمایه‌گذار اسلامی است، بستگی دارد به اینکه وی تا چه حد در معرض تعالیم و برنامه‌های آموزشی اسلامی برای کسب و کار و تجارت مبتنی بر اخلاق قرار گرفته است. این مسئله در ضرورت توجه به تجدیدنظر در برنامه‌های سازمان‌یافته توسط بانکهای اسلامی در سمت و سوی منافع معامله‌گران و سرمایه‌گذاران واقعی و بالقوه راهگشاست.

۴-۲-۳. دلالتان و کارگزاران به عنوان سفته‌باز

لازم است رفتار دلالتان و کارگزاران را با جزئیات بیشتری بررسی شود. همان گونه که اسلام فعالیت‌های سفته‌بازی در بازار اوراق بهادار را ترغیب نمی‌کند، رفتار دلالتان و کارگزارانی را که خود را در واقع درگیر فعالیت‌های سفته‌بازی می‌کنند، نیز تأیید نمی‌کند. در چارچوب بازار پول و بورس سهام اسلامی می‌توان وجهی برای خدمات کارگزاران پیدا کرد. اما روشی که بر اساس آن این خدمات در بورس‌های سهام موجود ارائه می‌شود، نیازمند تغییرات ساختاری است. در بورس سهام غربی، کارگزاران مشاوره و دستورالعمل‌هایی را در اختیار موکلان خود برای خرید و فروش سهام از طریق دلالتان قرار می‌دهند؛ بنابراین، وقتی یک کارگزار از دلالتی می‌خواهد سهامی را برای مشتری وی بخرد، دلال در وضعیتی قرار می‌گیرد که می‌تواند سهامی را که قبلاً با قیمت پایین‌تر به امید فروش به قیمت بالاتر خریده است، فعالیتی که می‌تواند موجب افزایش قیمت‌ها شود، بفروشد. این نوع سفته‌بازی است که انتقادهای زیادی را برانگیخته است. وقتی کارگزاران و دلالتان معامله‌ای را انجام می‌دهند، هیچ نوع سند یا مدرکی دست به دست نمی‌شود. هر کدام فقط این معامله را در دفاتر خود ثبت می‌کنند. از این حیث دلالتان را می‌توان با دلالتان شرط‌بندی در مسابقات اسب‌دوانی مقایسه کرد. در شیوه اسلامی امور، لازم است دلالتی و کارگزاری در هم ادغام شود به طوری که حیطه سفته‌بازی و دستکاری مصنوعی قیمت‌های سهام محدود شود و کنترل رفتار آنها نیز آسان‌تر گردد.

در نظام موجود، کارگزار در هر دو سمت بازار فعالیت می‌کند. او تقریباً در یک زمان یک نوع قرارداد را برای مشتریان مختلف هم می‌خرد و هم می‌فروشد. در نحوه عمل جاری در بازارهای غربی، بسیار دشوار می‌توان موضع یک کارگزار در تجارت را فهمید؛ زیرا او در هر کاری

سهمی دارد. گفته شده است که «قبل از آنکه از کسی در مورد قیمت چیزی سؤال کنی، از او بپرس که آیا آن به وی تعلق دارد. اگر پاسخ وی «بله» بود، برای آنکه تصویر درستی از قیمت به دست آوری، به سراغ شخص دیگری برو» (Beleveal, 1967, p261). از آنجایی که اسلام بر صداقت و درستی در معاملات تأکید دارد، باید نقش دقیق کارگزار را تعریف کرد و چگونگی کنترل نرخ کمیسیون را تعیین کرد.

۴-۲-۴. پوشش دهندگان خطر

تمیز میان فعالیت پوشش دهندگان خطر و سفته‌بازان مهم است. «وقتی دو یا چند دارایی مالی بر این اساس نگهداری می‌شوند که به دلیل برخی روابط تصادفی میان قیمت‌های آنها، تغییرات قیمت یکی تغییر قیمتی دیگری را خنثی می‌کند، در اینجا عمل پوشش دادن خطر اتفاق افتاده است» (Auerbach, 1982, p.146) اساساً پوشش خطر یک اقدام حمایتی است که به منظور حفظ سود از طریق سفته‌بازی انجام می‌گیرد (Beleveal, 1967)؛ در این صورت، شریعت نظر مساعدی نسبت به آن ندارد. اما باید میان پوشش خطر و متنوع سازی خطر که در آن انتظار می‌رود چنانچه قیمت یک دارایی کاهش یابد، تغییرات قیمت دارایی دیگر در پرتفوی شخص به صورت تصادفی آن را جبران کند، تفاوت قائل شد.

۴-۲-۵. معامله کنندگان داراییها در بازارهای مختلف

«یک نوع معامله گر دیگر در بازار آربیتراژ است که داراییها را در بازارهای مختلف خرید و فروش می‌کند. یک نوع آربیتراژ، که به آن آربیتراژ ساده گفته می‌شود، وقتی اتفاق می‌افتد که یک دارایی خریده و بلافاصله به قیمتی بالاتر فروخته می‌شود؛ برای مثال، اگر سهامی به قیمت ۵ دلار در بورس پاریس خریده شود و به طور همزمان به قیمت ۵/۲۵ دلار در

بورس نیویورک فروخته شود، این معامله آربیتراژ نامیده می‌شود. معامله گر آربیتراژ باید اندوخته ای از داراییها داشته باشد؛ چرا که ممکن است نتواند هر آنچه را که خریده است بلافاصله بفروشد. بنابراین، معامله گر آربیتراژ اندوخته‌ای سفته‌بازانه دارد (موضع سفته‌بازی دارد) و نمی‌توان به راحتی میان وی و یک سفته‌باز تفاوت قائل شد» (Auerbach, 1982, p.116). اگر بتوان کار یک معامله گر آربیتراژ را با یک معامله‌گری که در یک بازار می‌خرد و در بازاری دیگر بسته به کشش تقاضای آن می‌فروشد، در آن صورت، می‌توان وجهی نسبی برای آن در شریعت پیدا کرد. اما در عمل، به ندرت می‌توان معامله گر آربیتراژ را از سفته‌باز جدا کرد و فعالیت آنها به خوبی اوصاف معاملات غرری را دارد.

۴-۳. نتیجه‌گیری و راهبردهای سیاستی

از بحثی که گذشت، می‌توان نتیجه گرفت که در یک بازار مالی اسلامی، سرمایه‌گذار که به دنبال کسب سود یا نفع سرمایه‌ای است، نقش اساسی ایفا می‌کند. وقتی نفع سرمایه‌ای بخشی از توسعه سرمایه‌ای و رشد ناشی از آن در درآمد ملی باشد، در اسلام کاملاً مشروعیت دارد. بنابراین، وقتی نیروهای عرضه و تقاضا قیمت‌های سهام را تعیین می‌کنند، خرید و فروش اوراق بهادار بیانگر تغییر در مالکیت است؛ در این صورت، سود و زیان جزء طبیعی معاملات اقتصادی است و در اسلام مجاز است. اما وقتی یک سفته‌باز در جستجوی نفع پولی بر روی قیمت‌ها تأثیر می‌گذارد، این عمل در اسلام مجاز نیست.

نتیجه اساسی دوم، این است که فعالیت سفته‌باز، پوشش‌دهنده خطر و معامله گر آربیتراژ، که به طور پیچیده‌ای با یکدیگر ارتباط دارند، نظیر مشخصی در اسلام ندارند؛ بنابراین، نقش بسیار محدودی را می‌توانند در

بازار مالی اسلامی ایفا کنند، گرچه نقشی را می‌توان برای بنگاههای معاملاتی خرید و فروش سهام، که بر اساس کمیسیون کار می‌کنند، قائل شد. بسیار مهم است که بانکهای اسلامی اقداماتی انجام دهند که همراه با برنامه‌های آموزشی بلندمدت و کوتاه مدت سرمایه‌گذاری بر پایه اخلاق تجاری و در جهت منافع سرمایه‌گذاران موجود و بالقوه، امکان عملی بهره‌گیری از روشهای اسلامی برای شرکت کنندگان در بازارهای مالی به وجود آید. تجدیدنظر مستمر در بازار اوراق بهادار اسلامی همراه با ایجاد نظام نظارت بر فعالیتهای مالی از طریق یک نهاد نظارتی مناسب، یک ضرورت است. همزمان با آن، به وجود آوردن چارچوبی نهادی که در آن از ابزارهای مضاربه، مشارکت و مرابحه و سایر ابزارهای مشابه بتوان به طور عملیاتی استفاده کرد، لازم است. این کار به منظور سازگاری با سلايق متعدد سرمایه‌گذاران که ممکن است تمایل به سرمایه‌گذاری در انواع مختلف سرمایه‌گذاریها بر پایه اجاره یا سهم‌بری در سود را داشته باشند، ضروری است.

فصل پنجم:

عملیات بازار اوراق بهادار غربی؛

یک ارزیابی اسلامی

هدف اصلی این بخش نقد عملیات بازارهای اوراق بهادار موجود بر اساس اصول اسلامی است. در آغاز، اشاره به این نکته لازم است که تمام عملیات بازار اوراق بهادار سکولار را بالکل غیراسلامی پنداشتن، ساده لوحی است. گرچه این نیز درست است که بخش اعظمی از عملیات بازار اوراق بهادار غربی از دیدگاه شرعی مشروعیت ندارد. اما به دلایلی، شناخت عملیات بازار مالی سکولار برای فهم ما از چگونگی کارکرد بازار مالی اسلامی به ویژه در ارتباط با موارد زیر لازم است:^۱

الف، به کارگیری دکترین مسئولیت محدود؛

ب، سازوکار توزیع سود میان سهامداران؛

ج، فراهم آوردن اطلاعات مالی برای سهامداران.

۱. فصل حاضر از جمله فصول مهم اثر حاضر است که به دلیل ارائه استنتاجات و تحلیلهای نظری مؤلف از شریعت اسلامی در موضوع بازارهای مالی شایسته توجه و نقد بسیار است؛ این نقد می‌تواند از نگاه درون‌دینی (نحوه استنتاجات مؤلف از احکام دینی مطابق روایت اهل سنت) و برون‌دینی انطباق آنها بر بازار مالی باشد. نکته‌ای که در مقام نخست جلب توجه می‌نماید، نقد نخست است که طرح مستقل دیدگاههای فقهای شیعه را ضروری می‌سازد (ناشر).

۲-۵. مسئولیت محدود

اسلام [در دیدگاه اهل سنت] اصل مسئولیت محدود را می‌پذیرد. فقه حنفی نوعی انعطاف‌پذیری در مورد توزیع سود را در شرکت‌العنان اجازه می‌دهد، اما در خصوص شروط ضمن عقد مربوط به توزیع زیان بسیار سخت و نفوذناپذیر است. در تمام اشکال مشارکت و نیز سایر همکاریهای تجاری، مسئولیت زیانها باید بر اساس سهم هر شریک در سرمایه گذاری تعیین شود. هر نوع تخطی از این قاعده قرارداد را بی اعتبار می‌سازد؛ بنابراین، در فقه اهل سنت، «سود از شروط توافقی و زیان از سرمایه تبعیت می‌کند» (Udovitch, 1970, p.129). این اصل مسئولیت محدود سرمایه گذاران کوچک را که ممکن است در غیر این صورت، حاضر به در اختیار گذاشتن پس اندازهای خود نباشند، به سرمایه گذاری ترغیب می‌کند.

۳-۵. سود سهام و سهامهای مبتنی بر بهره

اسلام [در دیدگاه اهل سنت] تنها سرمایه گذاری در آن دسته از سهام، اوراق قرضه و گواهیهای سرمایه گذاری را اجازه می‌دهد که دارنده اوراق بر اساس تعداد سهم خود از سود شرکت سهم ببرد؛ زیرا اسلام بر قبول ریسک سرمایه گذاری تأکید دارد. این موضع شرعی بلافاصله سایر انواع سرمایه گذاری، چه کوتاه مدت و چه بلند مدت، در بازارهای اوراق بهادار را از مشروعیت خارج می‌کند. سرمایه گذاریهایی که در این دسته قرار می‌گیرند، عبارت‌اند از سهام ترجیحی؛ انواع قرضه، اوراق بهادار خزانه داری؛ اسناد ثبت شده و اوراق تجاری.

۱-۳-۵. سهام ترجیحی

سهام ترجیحی دارای یک نرخ سود ثابت است که قبل از تعیین نرخ سود معمولی سهام پرداخت می‌شود.

انتخاب میان خرید سهام معمولی و خرید سهام ترجیحی به میزان ریسکی که سرمایه‌گذار آمادگی قبول آن را دارد، بستگی پیدا می‌کند. سهام معمولی ریسک بیشتری دارد و در نتیجه دورنمای سود بالاتری لازم است تا آن ریسک را جبران کند. هر دو نوع سهام برای دارنده حق رأی در مجمع عمومی سهامداران را ایجاد می‌کند و در نتیجه، دارنده سهم می‌تواند بر سیاستهای شرکت تأثیر بگذارد. گرچه سرمایه‌گذاری در سهام معمولی مجاز است، سرمایه‌گذاری در سهام ترجیحی مشروع نیست؛ زیرا دارای نوعی نرخ بهره ثابت از پیش تعیین شده است. با این همه، این مانع از به کارگیری مفهوم سود ترجیحی در چارچوب اقتصاد اسلامی به صورت نسبت بالاتری از سود، که از پیش تعیین شده باشد، نیست؛ بنابراین، می‌توان از طریق این سازوکار بر چگونگی توزیع منابع درون بخشهای مختلف، به ویژه به نفع بخشهایی که به منظور وسعت بخشیدن به ساختار مالکیتی ابزار تولید و فراهم آوردن بستر عادلانه تری برای توزیع درآمد به سرمایه احتیاج دارند، تأثیر گذاشت.

۵-۳-۲. انواع قرضه

نوع دیگری از سرمایه‌گذاری در شرکتها وجود دارد که غالباً با خرید و فروش سهام مرتبط است، اما نمی‌توان آن را در دسته سهام قرار داد؛ زیرا برای دارنده خود حق رأی ایجاد نمی‌کند.

قرضه در واقع، نوع خاصی از وام با نرخ بهره ثابت است که قبل از توزیع سود میان سهامداران باید پرداخت شود. در اغلب موارد، یکی از داراییهای شرکت (مثلاً یک قطعه زمین) به عنوان وثیقه بازپرداخت این قرض قرار می‌گیرد. واضح است که سرمایه‌گذاری در قرضه از لحاظ شرعی جایز نیست.

با این همه، شورای شریعت اسلامی پاکستان (۱۹۸۰، ص. ۳۶)، به جای تأمین مالی از طریق قرضه، که در حال حاضر روشی بسیار متداول در تأمین مالی تشکیل سرمایه ثابت است، انتشار سهام عام جدیدی را موسوم به «گواهی مشارکت» (PTC)، که آن را در بحثهای آتی با تفصیل بیشتری بررسی می‌کنیم، معرفی می‌کند. در اینجا لازم است به طور دقیق تفاوت سود با سود سهام روشن شود؛ می‌توان وضعیتی را تصور کرد که در آن سود سهام صفر است، اما مقدار سود مثبت است، به ویژه، وقتی که حجم زیادی از سود توزیع نشده، از طریق تصمیمات هیئت مدیره شرکت برای توسعه شرکت استفاده می‌شود.

۵-۳-۳. اوراق بهادار خزانه‌داری و اسناد ثبت‌شده بدون تاریخ

در چارچوب غربی، اوراق بهادار خزانه‌داری و اسناد ثبت‌شده بدون تاریخ سرمایه‌گذاریهای بلندمدت با نرخ بهره ثابت هستند. در مورد اوراق بهادار خزانه‌داری، اگر سرمایه‌گذاری در سهامی به ارزش ۱۰۰ دلار سرمایه‌گذاری کند، در یک فاصله زمانی میان t_1 و t_2 اصل سرمایه وی بازگردانده می‌شود و بهره سالانه ای معادل مثلاً ۵ درصد دریافت می‌کند. در مورد اسناد ثبت‌شده بدون تاریخ ۲/۵ درصدی (سهام تلفیقی)، اصل سرمایه سرمایه‌گذار احتمالاً هیچ وقت بازپس داده نمی‌شود، اما همواره به طور نامحدود بهره ای ۲/۵ درصدی دریافت می‌کند. با استفاده از ابزارهای شبیه به PTC می‌توان اوراق بهادار خزانه‌داری و اسناد ثبت‌شده با نرخ بهره ثابت را به راحتی با اوراق و گواهیهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر سود سهام جایگزین کرد.

۵-۳-۴. اوراق تجاری

اوراق تجاری به سفته‌های کوتاه‌مدتی اطلاق می‌شود که شرکت‌های تأمین مالی یا شرکت‌های سهامی دارای سابقه طولانی منتشر می‌کنند. بسیاری از این اوراق مستقیماً توسط صادر کننده به خریدار فروخته می‌شود. خریداران معمولاً نهادهای مالی و شرکت‌های غیرمالی هستند که برای دوره‌های کوتاه مدت از مازاد وجوه مالی برخوردارند. برخی از اوراق تجاری در اختیار واسطه‌های عمده قرار می‌گیرد که کل مبلغ را پرداخت می‌کنند و سپس، اوراق میان خریداران در سراسر کشور توزیع می‌کنند (Chandler, 1973, p.57). ابزار قرضه کوتاه‌مدت همراه با ریسک کم نیز به منظور تأمین تقاضا برای وجوه نقد در طول فصلهای مختلف سال منتشر می‌شود. این اوراق در مبالغ مختلف منتشر می‌شوند و سررسید آنها معمولاً بین ۳۰- تا ۲۷۰ روز است.

جدای از معامله اوراق تجاری اولیه، می‌توان بازاری بزرگ‌تر برای مبادله تمام اوراق تجاری همراه با سطوح متفاوتی از ریسک تصور کرد. تحریم ربا و ضرورت حذف آن از معاملات اوراق تجاری اهمیت این نوع بازار را در اقتصاد اسلامی به حداقل ممکن کاهش می‌دهد.

در کنار تأمین مالی از طریق مضاربه، انواع متعددی از اوراق تجاری با ماهیت کوتاه‌مدت را می‌توان در قالب سرمایه‌گذاری مباح‌های و نیز بیع السلم منتشر کرد. اما باید مراقبت کاملی صورت گیرد که این کار به معاملات سفته‌بازانه اوراق تجاری منجر نشود.

همچنین، این وظیفه بانک است که اوراق بنگاههایی را که به دلیل هزینه‌های عملیاتی توزیع اوراق برای آنها دشوار است، خریداری کنند و سپس آنها را بفروشند. از لحاظ شرعی مطالبه کارمزد در قبال ارائه این خدمت برای بانک جایز است (PCI, 1980, p.37).

بانکهای اسلامی، به مانند بانکهای سرمایه‌گذاری، می‌توانند تعهد خرید همه سهام منتشرشده ولی فروش‌نرفته را بر عهده گیرند. در نظام تعهد خرید، بانکهای سرمایه‌ای با فراهم آوردن تأمین مالی برای شرکتها، فاصله زمانی تأسیس شرکت و انتشار اوراق و پذیرش سهام در بورس پل می‌زنند. «تعهد خرید سهام شرکتها را که با بهره توأم است، می‌توان با پیشنهاد خرید قطعی اوراق که سازگار با شریعت است، جایگزین کرد» (PCII, 1980, p.55). اگر این نسخه شورای شریعت اسلامی پاکستان عملیاتی شود، حیطه معامله اوراق تجاری اولیه و سایر اوراق بهادار گسترش می‌یابد و در نتیجه، امکان جابه‌جایی وجوه در حوزه وسیعی افزایش پیدا می‌کند. علاوه بر این، این کار تخصیص وجوه قابل سرمایه‌گذاری و نیز سرمایه‌گذاری در سرمایه واقعی را بهبود می‌بخشد.

۴-۵. بازارهای ثانویه برای اوراق بهادار

«بازار ثانویه اوراق بهادار» وسیله‌ای است که مبادله تعهدات قرضی و مشارکتی را تسهیل می‌کند. سهام در واقع بیانگر حق مالکیت اموال و داراییهای یک بنگاه تجاری یا شرکت است. از آنجایی که سهام سندی قابل معامله است، مبادله آن در بازار باز دشوار نیست. ارزش بازاری سهام ممکن است نوسان کند؛ در نتیجه، قیمت بازاری سهام ممکن است با ارزش اسمی آن برابر باشد، یا اینکه ممکن است از ارزش اسمی بیشتر یا کمتر شود و به ترتیب، «نفع» یا «ضرر» سرمایه‌ای ایجاد کند.

یک مثال ساده فرضی می‌تواند این مطلب را روشن کند. فرض کنید A سهام ۱۰۰ دلاری یک شرکت را خریده است. چنانچه قیمت بازاری در قیمت نشر سهام (یعنی ۱۰۰ دلار) ثابت بماند و شرکت سودی معادل ۱۰ درصد را برای هر سهم اعلام کند، در آن صورت، بازده سهام ۱۰ درصد

است. اما چنانچه قیمت سهام دو برابر ارزش اسمی آن شود، بازده سهام تنها ۵ درصد خواهد بود.

در رابطه با مثال پیشین، تعدادی مسئله که دارای ابعاد اسلامی است، به ذهن خطور می‌کند: اول. دریافت سود سهام به عنوان منبعی از درآمد که از سرمایه گذاری ناشی می‌شود، مجاز است. اما نسبتی که به عنوان سود سهام توسط هیئت مدیره اعلام می‌شود، نباید به ضرر سهامداران کوچکی باشد که در مدیریت شرکت اختیاری ندارند.

دوم. موارد زیادی بستگی به این پیدا می‌کند که آیا افزایش زیاد در قیمت سهام مربوط است به: (الف) توسعه طبیعی سرمایه کشور؛ یا (ب) دستکاری سفته‌بازیان در سازوکار قیمت به منظور دستیابی به نفع سفته‌بازانه در مقابل نفع سرمایه‌ای؛ یا (ج) خرید سهام شرکت به منظور رسیدن به قدرت انحصاری توسط بنگاهی که از قدرت رقابتی بیشتری برخوردار است. مشروعیت وضعیت (ب) و (ج) در شریعت مورد تردید است؛ چرا که انگیزه به دست آوردن منافع سفته‌بازانه و خرید سهام و ادغام شرکتها در غالب موارد عموماً با روح آموزه های اسلامی سازگار نیست.

با وجود این مدعا که خرید سهام و ادغام شرکتها هزینه های تحلیل‌دهنده رقابت را کاهش می‌دهد و شرکت را از مزایای صرفه جوییهای ناشی از مقیاس بهره‌مند می‌سازد، در نظر گرفتن این نکته که تمرکز قدرت اقتصادی در دست تعدادی محدود، که از ادغام و خرید سهام برمی‌خیزد، به توزیع ناعادلانه مالکیت سهام و در نتیجه، چولگی توزیع درآمد منجر می‌شود، نیز مهم است.

بدین ترتیب، تا به اینجا به شکلی متعارف بحث طولانی در مورد خرید و فروش سهام انجام گرفت. در اینجا شایسته است برخی از زوایای

خاص بازار ثانویه اوراق بهادار، موسوم به سهام خارج از بورس، خرید نسبیته سهام و بازار سهام با حق اختیار را نقد و بررسی کرد.

۵-۴-۱. سهام خارج از بورس

بزرگ‌ترین بازار اوراق بهادار در جهان غرب از حیث تنوع سهام و اوراق قرضه مبادله‌شده، بازار سهام خارج از بورس (OTC) است.

بازار سهام خارج از بورس مجموعه تمهیداتی است که با کار کارگزاران و واسطه‌هایی که در نقاط مختلف کشور فعالیت می‌کنند و از طریق تلفن، دورنگار، رایانه و ارتباطات مکتوب (شامل فهرست سهام پیشنهادی برای خرید و فروش) به یکدیگر و به خریداران و فروشندگان متصل می‌شوند، ارتباط پیدا می‌کند (Chandler, 1973, p.59).

از دیدگاه اصولی، در یک اقتصاد اسلامی که بر اساس موازین شرعی عمل می‌کند، وجهی را می‌توان برای مبادله سهام از طریق بازار OTC پیدا کرد. با این همه، با توجه به سیاق امروزی کشورهای مسلمان مبادله از طریق بازار OTC قلمرو محدود دارد.

در بازار OTC فرض وجود یک شبکه ارتباطی کارآمد و حضور سرمایه‌گذاران خبره و مطلع نهفته است. در هر دو جنبه کشورهای مسلمان برای ایجاد شبکه ارتباطی سریع و کارآمد میان خود و اطلاع‌رسانی به سرمایه‌گذاران باید مسیری طولانی را طی کنند. به علاوه، پیش شرطهای شرعی مبنی بر آشکارسازی جزئیات اطلاعات مالی، قبل از آنکه معامله‌ای انجام گیرد، حوزه عملیاتی بازار OTC را در مقایسه با آنچه در چارچوب بازار اوراق بهادار غربی انجام می‌گیرد، قطعاً محدود می‌سازد. روشن است به منظور نظارت بر عملیات بازار OTC، نهادی مستقل با اقتدار کامل و قدرت بستن شرکتها و واسطه‌هایی که صداقت کاری ندارند و از روشهای

طراحی شده برای رسیدن به اهداف تخطی می‌کنند، لازم است. اشاره به این نکته لازم است که بازار مالی اسلامی تنها زمانی می‌تواند در درون خود بازار OTC داشته باشد که شرایط پیش گفته تأمین شود.

۵-۴-۲. خرید نیسئه سهام

این عنوان به خرید سهام به صورت نیسئه اشاره دارد. بنابراین، وقتی سرمایه‌گذاری ۵۰ درصد قیمت سهام را پرداخت کند و مابقی را از بنگاه کارگزاری وام بگیرد، گفته می‌شود ۵۰ درصد نیسئه دریافت کرده است. اسناد سهام به عنوان گرو نزد کارگزار نگهداری می‌شود. در ایالات متحده، هیئت مدیره فدرال رزرو میزان حداقل نیسئه را تعیین می‌کند.

خرید نیسئه سهام به این شکل در تناقض با اصول و موازین شریعت نیست؛ چرا که اسلام خرید و فروش به صورت نیسئه را اجازه می‌دهد. به علاوه، بیع‌الموجل که در شرع تجویز شده است، معامله‌ای است که کالای مبادله‌شده یا به طور یکجا یا به طور اقساط با تأخیر پرداخت می‌شود (PCII, 1980, p.97). با این همه، استفاده وسیع و بدون دلیل از آن توصیه نمی‌شود؛ چرا که ممکن است زمینه سفته‌بازی و قمار را در بازار اوراق بهادار ایجاد کند. بنابراین، بسته به ضرورت تکان دادن بازار یا کنترل کردن فعالیت‌های سفته‌بازی در آن، مراقبت‌هایی در جهت ضابطه‌مند کردن استفاده از ابزار نیسئه لازم است.

از آنجایی که خرید نیسئه سهام ممکن است به سفته‌بازان فرصتی برای وسعت بخشیدن به فعالیت‌های خود دهد، نقدینگی آنها در این حالت می‌تواند سهام بیشتری را برای آنها فراهم کند و در نتیجه، بیشتر از عملیات بازاری فرصت دستکاری برای آنها فراهم می‌شود.

۵-۴-۳. بازار سهام با حق اختیار

«سهام دارای حق اختیار» یک دارایی مالی است که به دارنده آن، حق خرید (یعنی اختیار خرید) یا فروش (یعنی اختیار فروش) سهام را در یک قیمت خاص (بهای مقرر یا قیمت مؤثر) قبل از تاریخی معین می‌دهد.

در نگاه اول، به نظر می‌رسد که بین موازین شرعی و عملیات بازار سهام با حق اختیار تنافی وجود ندارد. یک سهامدار می‌تواند از حق اختیار خود برای فروش سهامش در بازار استفاده کند؛ درست همان گونه که مالک یک خانه می‌تواند مالکیت خود را در بازار باز به دیگری انتقال دهد. شریعت همچنین فروش از طریق حراج و مزایده را نیز تجویز می‌کند.^۱

این سازگاری ظاهری الزاماً می‌تواند به این معنا باشد که عملیات بازار سهام با حق اختیار در صورت عدم مطالبه بهره در اسلام مجاز است. هدف اقتصادی اساسی از تأسیس بازار مالی اسلامی تجهیز وجوه به منظور سهیم شدن در مالکیت از طریق مضاربه و مشارکت است و تنها پرهیز دادن از فعالیتهای سفته‌بازی نیست.

بنابراین، علی‌رغم این واقعیت که سهام دارای حق اختیار دارایی مالی‌ای است که به افراد اجازه می‌دهد با صرف کسر ناچیزی از هزینه، ادعایی نسبت به سهام داشته باشند؛ با این حال، عملیات حقیقی بازار سهام دارای حق اختیار بستر مناسبی را برای سفته‌بازان به منظور سفته‌بازی روی قیمت سهام ایجاد می‌کند. این بازارها همچنین، راهی را برای پوشش دادن خطر در مقابل تغییرات نامطلوب قیمت سهام باز می‌کند. گرچه عملیات

۱. آناس (Anas) نقل می‌کند: «رسول خدا(ص) کاسه و موئینه‌ای را خریدند و فرمودند: چه کسی این موئینه و کاسه را می‌خرد؟ شخصی گفت: من آن را به یک- درهم می‌خرم. پیامبر(ص) فرمودند: چه کسی بیش از یک درهم پرداخت می‌کند؟ شخصی دو درهم داد و آنها را برای خود خرید» (ترمذی: اقتباس از محمد علی، ۱۹۶۴، ص. ۲۹۸).

بازار سهام دارای حق اختیار با توضیحی که گذشت، ممکن است مغایر با شرع نباشد، عملکرد آن می‌تواند قلمروی برای فعالیتهای سفته بازی شود و موجب رشد اقتصادی گردد. علاوه بر این، عملیات بازار سهام دارای حق اختیار در چارچوب اسلامی مستلزم آن است که تمامی شرکت کنندگان در بازار به قدر کافی از اخلاق اسلامی در تجارت بهره گرفته باشند. به نظر می‌رسد که در صورت نبود هر گونه نظارت و اجرای دقیق شیوه‌های اسلامی تجارت از طریق یک نهاد مستقل، عملیات بازار سهام دارای حق اختیار را نمی‌توان در چارچوب واقعیتهای سیاسی - اقتصادی موجود توصیه کرد.

۵-۵. نتیجه‌گیری

از بحثی که گذشت، نتایج مهم زیر [در حد فقه اهل سنت] به دست می‌آید:

مفهوم بازار مالی اسلامی با ارزشهای اسلام منطبق است. انتشار سهام و درآمدهایی که به شکل سود سهام می‌باشد، مجاز است؛ اما سایر اوراق بهادار نظیر سهام ترجیحی، اسناد ثبت‌شده بدون تاریخ، اوراق تجاری و غیره، که در معاملات آنها نرخ بهره ثابت از پیش تعیین‌شده وجود دارد، در بازار مالی اسلامی جای ندارد. این بدان معنا نیست که بازارهای مالی اسلامی هیچ ابزار جدیدی برای معرفی ندارد. در واقع، تأمین مالی از طریق قرضه را می‌توان با اسناد شراکتی که مبتنی بر سهم‌بری در سود هستند، جایگزین کرد و ورقه تجاری کوتاه‌مدت ظاهراً ممکن است در بازار برای تأمین مالی کوتاه بر پایه مباحه منتشر شود.

از آنجایی که خرید سهام خارج از بورس، خرید و فروش نسیئه سهام و بازار سهام دارای حق اختیار زمینه‌ساز فعالیتهای سفته‌بازی و

دستکاری ناعادلانه قیمت سهام است، در چارچوب اسلامی قلمرو محدودی دارند. این بدان معنا نیست که خرید و فروش مشروع سهام و اسناد در اسلام مجاز نیست. بازار اوراق بهادار اسلامی باید به گونه‌ای سازماندهی شود که سرمایه‌گذاری ارتقاء پیدا کند و مالکیت سهام پخش شود. این حوزه نیازمند بررسی بیشتری است.

بخش سوم:
چارچوب عملیاتی

فصل ششم:
برخی مسائل و موارد مربوط به بازار اوراق بهادار اسلامی

۶-۱. مقدمه

این بخش اساساً به تعریف برخی از مسائل کلیدی و امور مربوط به بازار اوراق بهادار اسلامی اختصاص دارد. گرچه برخی از آنها در فصول پیشین به صورت ضمنی بررسی شده است؛ در اینجا به منظور تمرکز بیشتر مجدداً بررسی می‌شوند. برخی به طور ماهوی اختلاف برانگیزند؛ اما تمام آنها بر نحوه اداره کردن و سازماندهی بازار اوراق بهادار اسلامی تأثیر واقعی و بالقوه دارند.

۶-۲. مسائل و موارد کلیدی

برخی از مسائل و موارد کلیدی عبارت‌اند از:

- شاخص‌گذاری؛
- مکان جغرافیایی و نحوه توزیع مالکیت سهام؛
- سودهای شرکتی و برنامه‌های تثبیت سودهای سهام؛
- بنگاههایی که به صورت خانوادگی اداره می‌شوند و نسبت بدهی به ارزش خالص داراییها؛
- نبود شرکتهای سهامی کشاورزی؛
- ضیق بودن و پراکنده بودن هزینه اطلاعاتی در بازار؛
- سهام و اسناد مرتبط با حق اختیار؛

- حق شفعه در بازار اوراق بهادار؛
- سهام و اسناد مرتبط، همراه با پرداخت تأخیری.

۶-۲-۱. شاخص گذاری

پیشتر دیدیم که میان اقتصاددانان مسلمان و فقهاء در مورد حوزه شاخص گذاری در اقتصاد اسلامی اختلاف نظر وجود دارد. در جای دیگری گفته ام که «شاخص گذاری به عنوان یک ابزار سیاستی رقیب باید از حیث منشأ آن تحلیل شود. اگر اصل شاخص گذاری مورد قبول باشد، باید برای آن توجیه شرعی در مفهوم اسلامی عدالت و رفتار منصفانه با تمام طرفهای قرارداد پولی پیدا کرد؛ نه در تمایلات خودکترلی اقتصاد بازار آزاد که مورد ادعای پول گرایان است، یا دخالت دولتی گسترده در امور اقتصادی که نظریه پردازان نظریه «مازاد بر هزینه تمام شده» از آن حمایت می کنند» (Mannan, 1972).

واقعیت این است که میان اقتصاددانان مسلمان در مورد امکان پذیری و مطلوبیت شاخص بندی وامهای بانکی و انواع پیش پرداختها از دیدگاه شریعت اختلاف عقیده وجود دارد. گروهی از اقتصاددانان مسلمان که مدافع شاخص گذاری هستند، احتجاج می کنند که «در کل تورم نوعی مالیت نزولی است و موجب نابرابری در توزیع درآمد می شود و به همین ترتیب، انقباض و رکود نیز برای کسب و کار تجارت مضر است. شاخص بندی مبلغ اصلی در چارچوب ضوابط متناسب با تورم یا رکود به حسب ظاهر پیشنهادی منطقی است» (Afzal, 1977). در مقابل گزارش شورای شریعت اسلامی پاکستان (۱۹۸۰، ص. ۹۶)، عقیده مساعدی در مورد شاخص گذاری ندارد؛ با این احتجاج که «تا جایی که به اقراض و

استقراض مربوط می‌شود، در شریعت تفاوتی میان معاملات پولی و معاملات کالایی وجود ندارد».

اما به ظاهر، امروزه در مورد اینکه «پول کالا یا وسیله مبادله است» نیز میان اندیشمندان اختلاف نظر وجود دارد. برخی از متفکران بر این عقیده اند که در صدر اسلام دینار و درهم پول رایج بوده است که ارزش آنها به وزن طلا و نقره موجود در آنها بستگی داشته است و بر اساس وزن مورد قبول قرار می‌گرفتند؛ نه بر اساس تعداد. بدین اعتبار، پول فرقی با کالا ندارد؛ زیرا بین ارزش ذاتی و اعتباری آن تفاوتی نیست؛ بنابراین، برخی از فقهای متقدم عقیده داشتند که در سازماندهی حقیقی معاملات تجاری، از اشکالی از پول، که مورد قبول است، باید استفاده شود و به دلیل ارزش ذاتی سکه های طلا و نقره قابل قبول ترین پول رایج هستند. با این حال، مخالفان شاخص بندی احتجاج می‌کنند از آنجا که شاخص بندی مستلزم پرداخت مبلغی اضافه بر میزان اولیه وام است، در اسلام ممنوع است.

آنهايي که با این عقیده موافق نیستند، معتقدند که مفهوم پول تغییر کرده و در حال تغییر است و باید این تغییرات در چارچوب شرایط زمانی فهمید. پول جدید مورد قبول و در گردش است و ارزشی به مراتب بیشتر از ارزش ذاتی دارد که تماماً بر پایه اطمینان و اعتقاد کسانی که از آن استفاده می‌کنند، بنا شده است. آیا در چنین شرایطی می‌توان آن را برابر با معاملات کالایی، که در آن تقریباً ارزش ذاتی و اعتباری کالا یکسان است، در نظر گرفت؟ در زمان ما، اسکناس کاغذی علی‌رغم تفاوت فاحش میان ارزش ذاتی و اسمی رسماً پول قانونی رایج هستند. آیا نباید آنها را تنها به عنوان وسیله‌ای برای تسهیل در مبادلات مدرن شناخت؟

علاوه بر این، بر اساس نظر رایج فقها [ی اهل سنت]، قرض کالایی علی‌رغم هر گونه تغییر قیمت کالا در زمان بازگرداندن وام، تنها باید به همان نوع و اندازه زمان قرض، بازپس داده شود. آیا این بدین معناست که قرض گیرنده باید «مثل یا معادل» چیزی را که گرفته است، بدون بهره بازپس دهد؟ در این صورت، آیا مجاز است معادل آنچه گرفته شده با پول یا وسیله مبادله استاندارد دیگری اندازه گیری شود؟ آیا اندازه گیری مقدار معادل می‌تواند بر اساس ارزش سال پایه کالاها و خدمات مربوطه باشد؟ این سؤالات برخی از سؤالاتی است که باید به طور دقیق بررسی شود.

از آنجایی که شریعت بازپس دادن «معادل یا مثل» آنچه را که قرض‌دهنده گرفته است، بدون بهره به وی تکلیف می‌کند، برخی عقیده دارند که یک وام شاخص‌بندی شده می‌تواند هم در رکود و هم در تورم معادل واقعی آنچه را که قرض گرفته شده است، مهیا کند؛ قرض‌دهنده در وضعیت تورمی ممکن در واحد پولی بیشتر از آنچه قرض داده است و در شرایط رکودی کمتر از آن را پس بگیرد. اینجا جایی است که مسئله برابری و عدالت در رابطه میان قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده خود را نشان می‌دهد. همچنین، گفته می‌شود که حذف بهره در اسلام ایجاب می‌کند که قراردادهای وامی قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده به نوعی شاخص قیمت، که مورد قبول طرفین در زمان انعقاد قرارداد است، متصل شود. وقتی چنین شاخصی مورد توافق قرار گیرد، بانک قادر خواهد بود فعالیت‌های وامی خود را در چارچوب بازار اوراق بهادار اسلامی توسعه دهد.

درست است تورم ممکن است سودآوری بنگاههایی را، که سهام آنها اوراق بهاداری است که ارزش خالص آن پس از کسر همه دیون به دست می‌آید، کاهش دهد. اما این نیز درست است که شاخص‌گذاری ترکیب تقاضا برای انواع مختلف داراییهای مالی را تغییر می‌دهد، به طوری که

ارزش سرمایه‌ای را پایین می‌آورد و بازدهی ابزاری را، که شاخص‌بندی نشده‌اند، افزایش می‌دهد. اینکه آیا می‌توان اسناد وامی مبتنی بر یک شاخص را منتشر ساخت، باید از دیدگاه شرعی بررسی کرد.^۱

۲-۲-۶. مکان جغرافیایی و نحوه توزیع مالکیت سهام

بانکهای اسلامی می‌توانند بر اساس سهمیه‌های منطقه‌ای سهام محلی منتشر کنند. این تأکید بر توزیع منطقه‌ای سهمیه خرید و فروش سهام محلی از این جهت که موجب پخش مالکیت سهام و در نتیجه، توزیع بهتر درآمد می‌شود، دارای بُعد اسلامی است. از پیش انتخاب کردن ناحیه‌ها و

۱. در کارگاه آموزشی اخیر در خصوص شاخص‌بندی (که انستیتوی تحقیقات و آموزش اسلامی وابسته به بانک توسعه اسلامی در جده، ۲۵ تا ۲۸ آوریل ۱۹۸۲، برگزار کرد) تمام فقهاء و اقتصاددانان شرکت‌کننده در کارگاه بر روی این نکته که هر گونه اضافه‌ای مازاد بر اصل وام «ریا» است، توافق کردند و از این حیث آن را ممنوع اعلام کردند. یک نظر متفاوت این است که آیا شاخص‌بندی وام نیز جزء همان اضافه‌ای است که در شرع ریا تلقی می‌شود. اندیشمندانی که آن را جزء همان اضافی قلمداد می‌کنند، بر این عقیده‌اند که پول کاغذی همان وظایف پولهای طلا و نقره (درهم و دینار) را در زمان حاضر انجام می‌دهد. در نتیجه، نظر مذهب حنفی (به ویژه ابویوسف که معتقد است در صورت افزایش یا کاهش «فلوس» در مقابل طلا و نقره، این ارزش «فلوی» است که باید بازپس داده شود)، قابلیت تطبیق با مورد پولهای کاغذی را ندارد؛ زیرا در همان جایگاه طلا و نقره قرار می‌گیرد که افزایش یا کاهش ارزش آن در بازپرداخت وام هیچ تأثیری ندارد. نظر دیگر این است که شاخص‌گذاری در وام نه اضافه و نه نقصان در بازپرداخت مقدار واقعی وام محسوب می‌شود. شاخص‌بندی تنها بازپرداخت مقدار دقیق اصل وام را در مقادیر واقعی تضمین می‌کند؛ کما اینکه پول کاغذی نیز چیزی جز وسیله مبادله نیست و به جای این واسطه پرداخت وام می‌توان از هر نوع کالای دیگری برای اعطای وام استفاده کرد و در بازپرداخت وام نیز ممکن است همان مقدار کالا مطالبه شود. نویسنده این مقاله با نظر ابویوسف موافق است.

مناطق محروم و نسبتاً توسعه نیافته از طریق مشورت با کشورهای عضو می‌تواند در این زمینه برای بانک توسعه اسلامی در جهت به کارگیری طرحهای اقتصادی و اجتماعی واقع بینانه راهگشا باشد.

اگر از مفهوم سهمیه در چارچوب بازار اوراق بهادار آتی استفاده شود، با سازوکار بازار تداخل ایجاد می‌شود. اما واقعیت این است که تقاضا برای اوراق بهادار در مقایسه با عرضه آنها نسبت به دخالت‌های رسمی تبعیت بیشتری دارد. عرضه وام را ابتدا می‌توان با اعطای امتیازات مالیاتی به سهامداران گسترش داد. حساب نس در تجربه برزیل تصویر غنی و مفصلی از سودمندی ترغیب انگیزه‌های مالی در رشد بازار سهام است. «به طور خلاصه، انگیزه برزیلیها را موارد زیر تشکیل داده است: یک. فراهم آوردن این امکان برای سهامداران که بخشهای زیادی از هزینه خرید سهام را از درآمدهای مشمول مالیات خود کسر کنند؛ دو. فراهم آوردن امکان معافیت محدود سود سهام از مالیات بر درآمد و تعیین نرخهای مالیاتی ترجیحی برای آن دسته از شرکتها که سهام خود را به طور گسترده‌ای میان سهامداران توزیع کرده‌اند؛ سه. فراهم آوردن امکان برای اشخاص حقیقی و حقوقی که بدهیهای مالیاتی خود را از طریق عضو شدن در برخی صندوقهای سرمایه‌گذاری متقابل تأدیه کنند (صندوقهای ۱۵۷ گانه) که پیش از دست کم دو سال امکان برداشت از آن وجود ندارد. از صندوقهای ۱۵۷ گانه نیز به نوبه خود خواسته شد که در اوراق بهادار شرکتها به ویژه اوراق جدیدالانتشار سرمایه‌گذاری کنند. کمکهای مالیاتی نه تنها موجب توسعه صندوقهای ۱۵۷ گانه شده است که به نظر می‌رسد موجب رشد صندوقهای سرمایه‌گذاری متقابل را نیز در کل فراهم آورده باشد. انگیزه‌های مالیاتی در برزیل به سرعت موجب افزایش حجم سهام

منتشر شده، افزایش تعداد شرکتهای انتشار دهنده سهام در بورس و بالا رفتن قیمت سهام شد» (Ness, 1974, p.460).

مجدداً از دیدگاه شریعت اسلام باید تأکید کرد که به منظور تشویق مشارکت بیشتر مردمی که منابع کمتری در اختیار دارند، به طوری که پایه مالکیت سهام گسترش پیدا کند و در توزیع درآمد نیز بهبود حاصل شود، لازم است اقداماتی برای انتشار سهام با مبلغ اسمی کم انجام پذیرد. اما تغییراتی که در ساختار مدیریتی از این کار به وجود می‌آید، بسیار مهم‌تر است. پایه گسترده مالکیت سهام مبنایی وسیع‌تر برای مشارکت سهامداران در فرآیند تصمیم‌گیری به وجود می‌آورد. گرچه این اتفاق ممکن است هزینه‌های اداری را افزایش دهد، اما از نظر بعد انسانی مسئله، نتایج آن رضایت‌بخش‌تر است.

۶-۲-۳. سود شرکتهای و برنامه‌های تثبیت سود سهام

برخی از مسائل مربوط به سود شرکتهای و برنامه‌های تثبیت سود سهام که توسط بعضی از اقتصاددانان مسلمان پیشنهاد شده است، دارای ابعاد اسلامی است (Mohsin, 1982, p.34). بسیاری از این موارد مربوط به ملاحظه برابری و عدالت است. در حالت کلی، سه اقدام در رابطه با سود شرکتهای انجام پذیر است: اول. قسمتی از آن می‌تواند مورد ادعای دولت باشد و به عنوان مالیات بر درآمد شرکتهای به خزانه دولت واریز شود؛ دوم. بخش باقیمانده آن به عنوان سود سهام به سهامداران پرداخت شود. این پرداختها نصیب خانوارها می‌شود که البته، مالکان اصلی شرکتهای سهامی هستند. آنچه پس از کسر مالیات بر درآمد شرکتهای و سود سهام باقی می‌ماند، سود توزیع نشده شرکتهای نامیده می‌شود. این عواید توزیع نشده شرکتهای همراه با ذخیره استهلاک همان سال یا سالهای بعدی در تجهیزات

و کارگاههای جدید سرمایه گذاری می شود؛ در نتیجه، دارایی واقعی شرکت افزایش می یابد (McConne, 1972, p.167). حال می توان چند سؤال را مطرح کرد: اول. میزان و نرخ سود سهام و نیز سود توزیع نشده شرکتها را هیئت مدیره شرکت تعیین می کند که آنها نیز به نوبه خود توسط اکثریت سهامداران انتخاب می شوند. سهامدارانی که در اقلیت قرار دارند، به ویژه سرمایه گذاران کوچک، تحت سلطه اکثریت قرار دارند؛ بنابراین، باید سازوکاری اندیشید که از درآمد سرمایه گذاران کوچک حمایت کرد. آیا ایجاد صندوق تثبیت سود سهام پاسخ مناسبی برای این سؤال است؟ دوم. سهامدارانی که سهام خود را می فروشند، از منافع صندوق تثبیت سود سهام بهره مند می شوند؟

اگر منفعت سهام شامل کسی که سهام خود را می فروشد، نشود، آیا در این صورت، انتقال منافع سهامدار قبلی به سهامدار جدید که در تأسیس صندوق تثبیت سود سهام نقشی نداشته است، قانونی است؟ همین سؤال را می توان در مورد سودهای توزیع نشده متعلق به سهامدار قبلی سؤال کرد؛ آیا قیمت بازاری سهام انعکاس دهنده میزان بهره مندی از سودهای توزیع نشده است؟ اگر این گونه نباشد، آیا می توان آن را نوعی پراخت انتقالی توسط سهامداران دانست، یا اینکه باید نوعی ذخیره جبران خسارت ایجاد کرد و از محل آن منافع سهامداران اولیه را جبران کرد؟ این ذخیره جبران خسارت را باید با حسابی که بانکها برای سپرده گذاران سپرده های سرمایه گذاری خود ایجاد می کنند، فرق گذاشت. به نظر ما، تضمین بازپرداخت اصل سرمایه سرمایه گذار، در هنگام وقوع ضرر، به مثابه پرداخت بهره است. این کار مجاز نیست. البته، در مورد سهامدار مسئله به گونه ای دیگر است؛ زیرا بخشی از درآمد ناشی از سرمایه گذاری وی برای توسعه شرکت نگهداری می شود. اینکه وقتی یک سهامدار

تصمیم به انتقال مالکیت سهام خود می‌گیرد، چگونه باید منافع حاصل از سودهای توزیع نشده را به وی بازگرداند، به بررسی بیشتری نیاز دارد. فراهم آوردن چنین امکان تسویه‌ای نتایج مؤثری در طراحی سازمان بازار مالی اسلامی دارد. این کار می‌تواند به خوبی مانع فعالیت‌های نادرست سفته‌بازی در بازارهای سهام موجود شود. این موارد به بررسی‌های بیشتر نیاز دارد.

۶-۲-۴. بنگاههایی که به صورت خانوادگی اداره می‌شوند

و نسبت بدهی به ارزش خالص داراییها

تعداد شرکت‌هایی که به صورت خانوادگی یا طایفه‌ای اداره می‌شوند، در کشورهای توسعه‌نیافته زیاد است (Drake, 1973, p.198). کشورهای عضو IDB نیز از این قاعده مستثنا نیستند. مهم‌ترین مشکل مرتبط با این قبیل شرکتها که به صورت خانوادگی اداره می‌شوند، این است که تمایلی به استفاده از سرمایه خارج از طایفه خود ندارند و نمی‌توانند از این راه ریسک اداره شرکت را کاهش دهند؛ در واقع، حتی وقتی فروش سهام به خارج از طایفه مجاز است نیز، «سیاست‌هایی که به ضرر منافع گروه‌های اقلیت (سهامداران خارج از گروه) است (مانند نحوه توزیع سود سهام، دستکاری در قیمت سهام، نحوه ارائه گزارش حسابرسی، افزایش حقوق مدیران شرکت که از افراد طایفه اند)، مشخص نمی‌شود» (Maniatis, 1971, p.607). این قبیل مسائل تقاضا برای سهام شرکت‌هایی را که خانوادگی اداره می‌شوند، کاهش می‌دهد. برخی از این بنگاهها اندازه‌ای را، که به زعم آنها بیشترین اندازه ممکن است، به دست آورده‌اند و علاقه‌ای به گسترش فعالیت‌های خود ندارند. گرچه این فرضیه هنوز در مورد تمامی کشورهای مسلمان قابل بررسی است، اما به طور بالقوه

می‌تواند یک معضل واقعی باشد؛ چرا که مفهوم مشارکت در سود هنوز زمینه مناسبی در کشورهای مسلمان پیدا نکرده است. تصلب و سستی‌هایی که از گذشته باقیمانده است، در واقع، مانع مهمی در راه سازماندهی بازار مالی اسلامی هستند.

«بنگاههایی که علاقه مند به توسعه خویش هستند، ممکن است از محل سودهای شرکت یا اعتبار بانکی فعالیتهای توسعه ای خود را تأمین مالی کنند. اضافه برداشتهای بانکی، که نوعاً کوتاه مدت هستند، آنچنان مستمر و پیوسته به هم هستند که گویی اثر بلند مدت دارند. ارتباطات بانکی خوب (و در واقع به هم پیوستگی مالکیت و مدیریت میان بانکها و سایر شرکتها) تداوم این نوع نظام تأمین مالی را ممکن می‌سازد و می‌تواند به وابستگی به اعتبارات بانکی منجر شود که بانکها تمایلی به محدود کردن آن را ندارند» (Drake, 1973, pp.180 & 199).

از تحلیل بالا آشکار می‌شود وقتی که نسبت ارزش خالص داراییهای یک شرکت به بدهیهای آن در ساختار سرمایه‌ای شرکت بالا باشد (وضعیتی که به شرکت امکان فروش سهل و آسان سهام جدید را می‌دهد)، تمایلی برای اینکه سهام به گروههای خارج از خانواده فروخته شود، وجود ندارد. این ممکن است ناشی از عدم درک درست شیوه اسلامی تأمین مالی باشد. همچنین، وقتی نسبت ارزش خالص داراییهای یک شرکت به بدهیهای آن پایین است، وضعیتی که موجب می‌شود سهام جدید برای داوطلبان بالقوه خرید آنها بسیار پرمخاطره باشد، شرکتها علاقه زیادی به جذب وجوه از طریق انتشار سهام جدید ندارند؛ زیرا دسترسی آنها به منابع ارزان بانکی آسان است.

«می‌توان نشان داد که در کشورهای کمتر توسعه یافته تنها آن بنگاهی که اعتبار بسیار بالایی دارد، قادر به فروش اوراق بهادار خود در بازار

سرمایه است و نیز این بنگاههای هستند که به وام بانکی دسترسی دارند و در نتیجه، این قبیل بنگاهها هستند که (از حیث دسترسی به وام) از آزادی انتخاب بیشتری میان منابع مختلف تأمین مالی، مثلاً وام بانکی و انتشار سهام، برخوردارند. گسترش بازارهای سرمایه تأثیری در دسترسی این بنگاهها به منابع مالی ندارد؛ بنابراین، باید این مسئله بررسی شود که خریداران اوراق بهادار وجوه خود را از کجا به دست می‌آورند و در صورت عدم خرید اوراق بهادار این بنگاهها وجوه خود را چگونه می‌توانند مصرف کنند و بانکهای اعتباردهنده چگونه وجوه خود را به دست می‌آورند و در صورت عدم اختصاص منابع خود به این قبیل بنگاهها، از منابع خود چگونه می‌توانند استفاده کنند» (Wia & Patrick, 1973, p.259).

اساساً عرضه محدود اوراق بهادار متعلق به بخش خصوصی در کشورهای توسعه‌نیافته، نه تنها به دلیل کوچک بودن شرکهاست که از محدود بودن افق سرمایه‌گذاری و نبود درک درست از مفهوم اسلامی سرمایه‌گذاری ناشی می‌شود؛ بنابراین، رسیدن به این نقطه که چنین شرکت‌هایی وجوه مورد نیاز خود را از طریق مشارکت عمومی بر پایه مضاربه تأمین کنند و در نتیجه، عرضه اوراق بخش خصوص در این رابطه افزایش یابد، مستلزم زمان طولانی است. ضمناً برای بانکهای اسلامی مطلوب است که منابع خود را از طریق انتشار سهام و قرضه‌های عمومی به نفع بنگاههای کوچک به دست آورند یا برای دولتها مطلوب است که به منظور تشویق بنگاههای محلی به مشارکت در تأمین مالی از طریق سهام بانکها، میزان استقراض خود را بیش از آنچه که برای تأمین مالی سرمایه‌گذاریهای بخش عمومی لازم است، افزایش دهند.

همزمان تلاشهایی نیز برای ترویج مفهوم سرمایه‌گذاری اسلامی از طریق برنامه‌های آموزشی و ایجاد تحولاتی از طریق تعلیمات روحی و روانی صورت پذیرد. آنچه لازم است اینکه اصلاحات نهادی باید به گونه‌ای باشد که منابع ارزان بانکی به آسانی در اختیار مشتریان خاص قرار نگیرد. علاوه بر این، بازنگری در قوانین موجود، رسوم و سنتها، سیاستهای پولی و مالی، نظامهای انگیزشی و غیره نیز می‌تواند به منظور ارائه پیشنهادهایی در جهت اصلاحات مورد نیاز مفید باشد.

۲-۵. نبود شرکتهای سهامی کشاورزی

اگر هدف مورد تأیید اسلام مبنی بر مشارکت عموم مردم در فعالیتهای مالی و توزیع مناسب‌تر مالکیت سهام در کشورهای در حال توسعه مسلمان به عنوان یک هدف سیاستی پذیرفته شود، در آن صورت، یکی از راههای دستیابی به این هدف توسعه شرکتهای سهامی کشاورزی مرتبط با بخش روستایی اقتصاد است. محور توزیع درآمد در اغلب کشورهای مسلمان مناطق روستایی است؛ زیرا بیشتر جمعیت در روستاها زندگی می‌کنند.

اما مشکل این است که در بیشتر کشورهای مسلمان شرکتهای سهامی کشاورزی وجود ندارد. بسیاری از کشورهای عضو IDB، شامل ۱۹ کشوری که کمترین میزان توسعه‌یافتگی را دارند، دارای اقتصادی مبتنی بر کشاورزی هستند. علاوه بر این، تقریباً تمام کشورهای مسلمان که کمترین توسعه‌یافتگی را دارند، سهم صنعت از کل تولید ناخالص داخلی قریب به ۱۰ درصد است. این مطلب غلبه بخش کشاورزی را نشان می‌دهد.

با وجود این، در جاهایی که بازارهای اوراق بهادار وجود دارد، به ندرت این بازارها در تأمین وجوه مورد نیاز شرکتهای کشاورزی کمک می‌کنند و در مقابل، اغلب جانب شرکتهای صنعتی و تجاری اطراف شهرها را رعایت می‌کنند.

لازم است سیاست خردمندانه‌ای در جهت حمایت از توسعه شرکتهای سهامی کشاورزی و شرکتهای صنعتی وابسته به فعالیتهای کشاورزی اتخاذ شود و از طریق فروش سهام به کشاورزان و کارگران محلی ممکن است توزیع مناسب‌تری از مالکیت سهام در این مناطق حاصل شود. احتمال ایجاد خط سهام روستایی از طریق بانکهای کشاورزی محلی در کشورهای مسلمان قابل گسترش است؛ همان گونه که می‌توان از طریق تأسیس بانکهای صنعتی توسط IDB در کشورهای عضو خط تأمین مالی بر پایه مالکیت سهام را ایجاد کرد. علی‌رغم این واقعیت که بخش صنعت، کوچک و ضعیف است، شرکتهای تجاری و صنعتی داخلی باید با استفاده از معافیههای مالیاتی یا سایر اقدامات مالی به جذب وجوه مالی از طریق مشارکت مردمی ترغیب و تشویق شوند.

۶-۲-۶. هزینه‌های اطلاعاتی نامناسب و جزء جزء

یکی از عوامل محدود کننده توسعه بازارهای اوراق بهادار در کشورهای مسلمان بازارهای تکه‌تکه و کوچک است. فرآیند عرضه و تقاضا در این نوع بازارهای خدشه‌پذیر است. عرضه و تقاضا را در این بازارها به راحتی می‌توان دستکاری کرد؛ به نحوی که به نوسانات وسیع قیمتی منجر شود. بر اساس تحقیقات مانیاتیس (۱۹۷۱، ص. ۵۹۹) و درک (۱۹۸۰، ص. ۲۰۶)، می‌توان نشان داد که «در حالت کلی وقتی بازار با نوسانات قیمت و ریسک همراه با آن مواجه است، افزایش بازدهی سهام به افزایش

تقاضا برای آن منجر نخواهد شد. از سوی دیگر، نمی‌توان توقع داشت عرضه و تقاضا برای سهام افزایش ثباتمند در جهت کاهش نوسانات داشته باشد؛ مگر آنکه بازدهی سهام نسبت به سایر داراییها افزایش یابد. در واقع، به نظر می‌رسد افزایش در بازدهی سهام شرط لازم و نه کافی برای توسعه عملیات بازار سهام است». بدین ترتیب، لازم است در رابطه با ساختار بازار و عملکرد و ظرفیت آن در کشورهای مسلمان بررسی عمیق‌تری انجام پذیرد. باید به توسعه بازارهای اوراق بهادار به عنوان بخشی از کلیت یک سیاست اقتصادی نگریست. بسیار مهم است که در این قبیل کشورها توسعه مالی و اقتصادی مکمل انجام گیرد. اگر لازم است، اقدامات مؤثری در جهت افزایش عرضه و تقاضا باید انجام گیرد. «تجربه نشان می‌دهد که این اقدامات، چنانچه با هزینه‌های بازدارنده همراه نباشد، مؤثر است» (Drake, 1980, p.21).

با این همه، جمع کردن اطلاعات بسیار پراکنده در مورد رفتار شرکتها امری پرهزینه برای کشورهای عضو است. علاوه بر این، کمبود اطلاعات درست به بی‌اعتمادی منجر می‌شود که می‌توان به صورت مانعی بازدارنده برای توسعه بازارهای سرمایه عمل کند.

۶-۲-۷. گواهیها/ سهام مرتبط با پیمان اختیار حق انتخاب

پیشتر دیدیم که دکترین پیمان اختیار حق انتخاب یا حق فسخ قرارداد یکی از ویژگیهای ممتاز مفهوم اسلامی بیع است. حتی وقتی بیعی به نحو صحیح، به دور از هر گونه مورد ابطال‌کننده معامله انجام می‌پذیرد، به طور مطلق برای طرفین قرارداد الزام‌آور نیست. حق فسخ معامله در فاصله سه روز پس از خرید در اسلام مجاز است. سؤال این است که آیا می‌توان از این مفهوم در مورد خرید و فروش سهام، که به شدت در معرض

فعالیت‌های سفته‌بازی قرار دارند، نیز استفاده کرد. شاید لازم باشد به عملیاتی کردن اصل حق انتخاب در خصوص سهامی که مبلغ اسمی زیادی دارند یا در جاهایی که مردم به نحو موجهی خود را در معرض ریسک ناشی از دستکاریهای بازاری و سایر اقدامات مضر، که ممکن است به کاهش سرمایه‌گذاری منجر شود، می‌بینند، توجه شود.

در عمل، این دکترین مستلزم وضع مقررات مناسب در جهت ارائه گزارشهای کامل حسابرسی و انتشار اطلاعات کافی در مورد شرکت‌هایی است که سهام و قرضه آنها مبادله می‌شود تا از اشکال مختلف تقلب‌هایی که در بازار انجام می‌گیرد، جلوگیری شود و از منافع اقلیت سهامداران حمایت شود. روشن است وجود نهادهای مستقل قانونگذاری برای وضع و اجرای این مقررات لازم و ضروری است. مهم آن است که فضایی برای «مبادله پاک» به وجود آید؛ فضایی که می‌تواند در صورت به کارگیری صحیح اخلاق اسلامی در عملیات بازار اوراق بهادار از طریق برنامه‌های آموزشی کوتاه مدت و بلندمدت به شکل کارگاه و آموزشهای آکادمیک در مورد شیوه‌های سرمایه‌گذاری اسلامی ایجاد شود. در این صورت، نیاز به نظارت‌های دقیق بر مبادلات به تدریج کاهش پیدا می‌کند.

۶-۲-۸ حق شفعه در بازارهای اوراق بهادار

آیا می‌توان در شرایط خاصی از مفهوم حق شفعه در بازارهای اوراق بهادار استفاده کرد؟ در چارچوب بازارهای اوراق بهادار، اهمیت اقتصادی حق شفعه در این واقعیت می‌گنجد که به کارگیری آن می‌توان ثبات و تداوم فعالیت‌های یک بنگاه یا شرکت تولیدی را تضمین کند. اینکه آیا این ثبات و تداوم می‌تواند به گسترش ارزشهای اسلامی منجر شود، بر پایه رفتار بنگاه یا اهداف تجاری شرکت دوران می‌کند. علاوه بر این، استفاده از مفهوم

حق شفعه فعالیت‌های سفته بازی را کاهش می‌دهد و در نتیجه، از مشکل نوسانات ناگهانی قیمت سهام می‌کاهد؛ با این همه، باید تمهیدی اندیشیده شود که به کارگیری این مفهوم به کنترل انحصاری صنعت یا تخریب پایه مالکیت وسیع و گسترده سهام منجر نشود. لازم است اثرات مفهوم حق شفعه تحت آموزه های اسلامی تجزیه و تحلیل شود. از آنجایی که هدف اصلی این بخش تنها معرفی این مفهوم است، تحقیق عمیق موضوع به بررسی بیشتری نیاز دارد.

۶-۲-۹. گواهیها/ سهام مرتبط با پرداختهای تأخیری

خرید و فروش سهام/ قرضه را می‌توان بر پایه پرداختهای تأخیری سازماندهی کرد؛ یعنی پرداخت می‌تواند به زمان آینده مؤکول شود؛ مشروط بر اینکه آن زمان مشخص باشد. در شریعت، به طور خاص در بیعی که قیمت نقداً پرداخت نمی‌شود، لازم است زمان پرداخت قیمت مشخص باشد. اگر زمان معلوم نباشد، در آن صورت معامله باطل است. پرداخت می‌تواند بر اساس قیمت روز معامله انجام پذیرد، اما سود باید از زمان پرداخت حقیقی قیمت محاسبه شود. استفاده از پرداختهای تأخیری ممکن است محدود به تأمین مالی بلندمدت باشد که در آنها ارزش اسمی سهام بسیار بالاست. به تحقیقات و مطالعات بیشتری در این زمینه احتیاج است. همان طور که در فصل چهارم اشاره شد، بحران بازار اوراق بهادار کویت را که به دلیل انجام معاملات بر پایه چکهای مدت دار به وجود آمد، می‌توان با مفهوم پرداخت تأخیری مرتبط دانست. بنابراین، از مفهوم پرداخت تأخیری باید با احتیاط استفاده کرد؛ به طوری که منجر به فعالیت‌های سفته بازی نشود.

۳-۶. نتیجه گیری

در پایان باید گفت که مسائل و مواردی که پیشتر بدان اشاره شد، به هیچ وجه جامع و کامل نیست. برخی از مسائل مورد اختلاف و برخی مورد توافق است. علاوه بر این، لازم است تمام این مسائل در چارچوب مبانی جدید اسلامی و الزامات اقتصادی- اجتماعی تجدیدنظر شود. اگر در مسیر بررسیهای خود به مسائل مشوب کننده بیشتری برخورد کنیم، تعجب انگیز نیست.

فصل هفتم:

مروری بر ابزارهای مالی اسلامی

در این بخش تلاش می‌شود برخی از ابزارهای مالی منتشرشده توسط بانکهای مختلف، شرکتهای سرمایه‌گذاری و دولتها بررسی شود. همان طوری که پیشتر اشاره شد، انتشار سهام و اسنادی که دارای سرسیدهای متفاوت هستند، در شریعت مجاز است. در ارتباط با تأمین مالی از طریق سهام سرسید می‌تواند نامعین باشد، یا در خصوص مشارکت، مباحه یا اجاره و غیره می‌توان برای آن زمان معینی را تعیین کرد. اسناد یا سهام می‌تواند مربوط به یک طرح خاص یا یک هدف عمومی باشد. وجوهی که برای یک طرح خاص جمع‌آوری می‌شود، نباید با داراییها و بدهیهای صادرکننده مخلوط شود. شریعت از حقوق مالکیت دارنده سند مالی، که حق فروش سهام را برای وی تعیین و حمایت می‌کند. با این همه، صادرکننده سهام نسبت به بخشی از سود محقق است، گرچه وجوه به‌دست‌آمده بخشی از صورتحساب مالی وی را تشکیل نمی‌دهد (برای مثال، می‌توان به بانک یا شرکت سرمایه‌گذاری به حسب مورد اشاره کرد). دارنده سهام می‌تواند سهام خود را قبل یا بعد از سرسید در بازار پولی به قیمتی که توسط نیروهای عرضه و تقاضا تحت تأثیر اعتبار اقتصادی مالی طرح تعیین می‌شود، بفروشد. در صورت نبود بازار ثانویه سازماندهی‌شده، صادرکننده می‌تواند سازوکاری را خرید و فروش دوره‌ای سهام تعریف کند که قیمت خرید و فروش در آن بر اساس اطلاعات و تحلیل‌های فنی

تعیین می‌شود. به همین نحو، وقتی سند طرح مورد نظر دارای نوسان قیمت است، تمام اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری، بازده/ سود، نقش «مضارب»، طبیعت توزیعی سود، خرید و فروش، شیوه تأمین مالی، سایر ویژگیهای مربوطه لازم است مورد توجه قرار گیرد (در رابطه با مقررات اسلامی خرید و فروش، (Cf. Hamilton, 1982; Hughs, 1982 Neil, 1980).

۱-۲. بیمه و گواهیهای مالی اسلامی

شایان ذکر است که شرکت سرمایه‌گذاری اسلامی (IIC) خلیج [فارس]، اولین مضاربه خود را برای یک دوره یک و سه‌ساله ایجاد کرده بود که ارزش اسمی هر ورقه آن ۱۰۰ دلار است. داراییهای که از طریق این نوع قرارداد برای شرکت به دست آمده است، بالغ بر ۷/۵ میلیون دلار می‌شود. دومین مضاربه برای یک دوره پنج‌ساله با ارزش اسمی ۱۰۰ و ۱۰۰۰ دلار همراه با اوراق قرضه‌ای با ارزش اسمی ۱۰۰ دلار منتشر شد. یک-دهم سود به متولی (یعنی شرکت سرمایه‌گذاری اسلامی) به دلیل اقدام برای انجام معامله حلال و نه-دهم آن به دارندگان اوراق مشارکت تعلق می‌گیرد (OECD, 1982, p.220). وجود اوراق قرضه مشارکت (از طریق اوراق مضاربه) و وام خیرخواهانه بدون بهره (قرض الحسنه) که بازپرداخت اصل آن تضمین شده است، با هم ترکیب می‌کند. سرمایه‌گذاران شرکت این اختیار را دارند که از میان مشارکت و وام یکی را انتخاب کنند.

علاوه بر این، داده‌های اولیه در مورد وام تعاون (بیمه اسلامی) نشان می‌دهد «متقاضیان بین سنین حداقل (۲۰ سال) و حداکثر (۶۰ سال) است، مبلغ معینی را به صورت اقساط پرداخت می‌کنند. حداکثر سن برای مشارکت ۵۰ سال است. اصل سرمایه شرکت‌کننده در فعالیت‌های سودآور

سرمایه‌گذاری می‌شود و سود آن نیز به طور مجدد در جریان سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد. اگر سرمایه گذار قبل از ۶۰ سالگی فوت کند، ورثه قانونی وی اصل مبالغ پرداخت شده تا آن تاریخ، سود به‌دست‌آمده تا آن تاریخ و مبلغی را که اگر متوفی تا سن ۶۰ سالگی زنده می‌ماند، دریافت می‌کرد، دریافت می‌کنند. مبلغ اخیر از سود مضاربه تمام سرمایه گذاران کسر می‌شود و به همین دلیل این وام، «وام تعاون» نامیده شده است. چنانچه سرمایه‌گذار تا سن ۶۰ سالگی زنده بماند، اصل سرمایه و سود به‌دست‌آمده از سرمایه خود را دریافت می‌کند» (OECD, 1982, p.227).

ذکر این نکته در اینجا لازم است که کشور اردن پیشتر از اوراقی موسوم به اوراق مقارضه استفاده کرده است و مقررات لازم برای عملیات مربوط به این اوراق تدوین شده است. دولت بازپرداخت اصل مبلغ اولیه اوراق مقارضه را تضمین می‌کند. علاوه بر این، بانک توسعه اسلامی کارگروهی را برای بررسی امکان‌سنجی استفاده از اوراق مالی در گردش ایجاد کرده است. این کارگروه پیشنهادهایی را برای استفاده از دست‌کم یک نوع ابزار مالی به صورت آزمایشی ارائه کرده است.

۲-۷. بانکداری بدون ربا در پاکستان

از زمان تصویب بانکداری اسلامی در اول ژولای ۱۹۸۵م. پاکستان شیوه‌هایی متفاوت از تأمین مالی و ابزارهای اسلامی را به کار گرفته است. تلاش در جهت تنظیم برنامه کاری برای نظام اقتصادی بدون ربا به ۲۹ سپتامبر ۱۹۷۷م. برمی‌گردد. تاکنون بانک ایالتی پاکستان دوازده شیوه تأمین مالی را مشخص کرده است که می‌توان آنها را در سه گروه اصلی تقسیم‌بندی کرد:

الف. تأمین مالی مبتنی بر قرض؛

ب. تأمین مالی مبتنی بر مبادله؛

ج. تأمین مالی مبتنی بر سرمایه‌گذاری.

زایدی (۱۹۸۴) تعریف کاملی از این دوازده شیوه تأمین مالی فراهم کرده است که خلاصه آن در زیر آورده می‌شود:

۱-۲-۷. تأمین مالی از طریق قرض

۱. وام بدون بهره که بانک می‌تواند برای آن کارمزدی به اندازه هزینه‌های اداری دریافت کند و این کارمزد نباید دربردارنده هزینه وجوه و مبلغی برای در نظر گرفتن درجه سالم بودن وام باشد. حداکثر نرخ کارمزد خدمات برای هر بانک در مقاطع زمانی مختلف توسط بانک ایالتی تعیین می‌شود؛

۲. وام «قرض الحسنه» که بر پایه اهداف خیرخواهانه اعطا می‌شود و برای آن بهره یا کارمزدی دریافت نمی‌شود و هنگامی قابل وصول است که قرض گیرنده توانایی بازپرداخت آن را داشته باشد.

۲-۲-۲. شیوه تأمین مالی مبتنی بر خرید و فروش

۳. خرید کالا توسط بانک و فروش آن به مشتریان با در نظر گرفتن ربیعی در قیمت و بر پایه پرداخت تأخیری. در صورت عدم بازپرداخت، اخذ جریمه دیرکرد مجاز نیست؛

۴. خرید دین؛

۵. خرید داراییهای منقول و غیرمنقول توسط بانک از مشتریان بر پایه

بیع متقابل؛

۶. اجاره؛

۷. اجاره به شرط تملیک؛

۸. تأمین مالی توسعه یک دارایی بر پایه اخذ کارمزد.
 نرخ بازده حداقل و حداکثر بانکها از محل عملیات تأمین مالی مبتنی
 بر خرید و فروش در مقاطع زمانی مختلف توسط بانک ایالتی تعیین
 می‌شود.

۷-۲-۳. شیوه‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه‌گذاری

۹. مشارکت یا سهم‌بری در سود و زیان؛
 ۱۰. مشارکت مدنی و خرید سهام؛
 ۱۱. خرید اوراق مشارکت و اوراق مضاربه؛
 ۱۲. سهم‌بری بر پایه اجاره.
- نرخ حداقل و حداکثر سود بانکها از محل معاملاتی که بر اساس
 شیوه‌های تأمین مالی سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد، در مقاطع
 زمانی مختلف توسط بانک ایالتی تعیین می‌شود. با این همه، اگر زمانی
 حاصل شود، به نسبت میان تأمین‌کنندگان وجوه تقسیم می‌شود
 (رک. Pakistan and Gulf Economist، ۴-۱۰ اگوست، ۱۹۸۴).

۷-۳. تعیین ارزش دارایی

توسعه ابزارهای مالی، که در بالا ذکر شد، نشانه مهمی است که در نهایت،
 می‌تواند به ایجاد بازار اوراق بهادار اسلامی منجر شود. گرچه خیلی زود
 است که عملکرد مالی این ابزار را ارزیابی کرد، می‌توان به برخی از نتایج
 حاصل از به کارگیری آنها اشاره کرد. الگوی تجهیز منابع در تعدادی از
 بانکهای اسلامی محلی نشان می‌دهد که برای توسعه بیشتر اوراق مقارضه
 و نیز اوراق مضاربه مجال بسیار زیادی وجود دارد؛ برای مثال،
 سرمایه‌گذاری مستقیم و مضاربه به ترتیب ۶۵ درصد و ۹۰ درصد کل
 فعالیتهای چهار بانک اسلامی (مؤسسه مالی کویت، بانک اسلامی بحرین،

بانک اسلامی دبی و بانک اسلامی فیصل مصر) را تشکیل می‌دهد. در مورد مؤسسه مالی کویت، عملیات مضاربه و سرمایه‌گذاری بیش از ۹۰ درصد درآمدهای این مؤسسه را ایجاد می‌کند. به همین نحو، به نظر می‌رسد اوراق تعاون بتواند ابعاد مهم دیگری از زندگی مانند ازدواج، بازنشستگی و غیره را دربرگیرد.

سود سهام پرداختی به سپرده‌گذاران حسابهای سرمایه‌گذاری اسلامی، که در کویت ۹ درصد در مقابل ۱۲ درصد در مصر و ۱۶ درصد در سودان بالغ می‌شود، رقابتی است. تفاوت‌هایی را که در سود سهام وجود دارد، می‌توان ناشی از تفاوت در وضعیت اقتصادی مکان به کارگیری وجوه و نحوه عملکرد بانکهای تجاری محلی دانست. اما آنچه مهم تر است، مطالعه ساختار سرمایه‌گذاریهایی است که سود سهام را نتیجه می‌دهد. شاید به دلیل توجه بانکهای تجاری محلی به سودهای فوری است که عملیات آنها به میزان زیادی بر روی معاملات کوتاه‌مدت، اجاره ماشین‌آلات و مستغلات و مشارکت در طرحهای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در زمینه کشاورزی و صنعت متمرکز شده است.

این نکته قابل بررسی است که آیا بانکهای اسلامی می‌توانند بر پایه مشارکت به سرمایه‌گذاریهای مشترک با دولت در طرحهای عام‌المنفعه مبادرت کنند. همچنین، بانکهای اسلامی می‌توانند امکان انتشار اوراق در بخشهای مختلف اقتصادی مانند کشاورزی، صنایع وابسته به کشاورزی، صنعت، ساخت و ساز و حمل و نقل را بررسی کنند.

فراهم آوردن کمکهای مالی و فنی و مطالعات امکان‌سنجی برای توسعه جریان سرمایه بخش خصوصی و تعیین طرحهای سرمایه‌گذاری بسیار حائز اهمیت است. تعیین الگو نیازمند تخصص کافی در کشورهای عضو IDB است. تعیین فرصتهای سرمایه‌گذاری مناسب نیز نیازمند

مهارت‌های تخصصی است که بانکهای تجاری سنتی به آن نیازی ندارند. بدیهی است که وجود چنین مهارتهایی در بانکهای اسلامی ضروری است والا امکان توسعه و گسترش بازارهای مالی اسلامی به شدت محدود می‌شود. به نظر می‌رسد بازارهای اوراق بهادار اسلامی از سایر بازارها متمایز شده است و دارای این ویژگیها می‌باشند: الف، نبود هماهنگی و همکاری موثر؛ ب، محدود بودن تعداد، حجم و تنوع سهام مورد مبادله به میزان زیاد؛ ج، کم بودن سرمایه‌گذاران و محدود بودن آنها به دولت و افرادی اندک. در این رابطه نه تنها لازم است که مالکیت سهام انتشار پیدا کند که عملیات بازاری نیز لازم است نشر و گسترش یابد.

بنابراین، اقدامات سیاستی که به افزایش اندازه، دامنه، نوع فعالیت و گسترش بازار اوراق بهادار اسلامی منجر می‌شود، بدون وجود حجم مناسبی از سهام طرحهای سرمایه‌گذاری نمی‌تواند معنادار باشد. توجه فعلی فعالیتها بر روی معاملات کوتاه‌مدت نیز به نوبه خود مهم است. شاید مهم‌تر این باشد که فعالیتها بر پایه سرمایه‌گذاریهای بلندمدت سازماندهی شود.

ظاهراً توسعه بازارهای ثانویه‌ای که اختصاصاً برای معامله ابزارهای مالی اسلامی طراحی شده باشند، نیز ضروری و لازم است. از سازوکار قانونگذاری و نحوه سازماندهی بازارهای اوراق بهادار ثانویه غربی نمی‌توان در چارچوب اسلامی استفاده کرد؛ برای مثال، در مورد اوراق مضاربه، خریدار دوم باید تا اتمام طرح یا تا زمانی که ارزیابیهای اولیه کامل شده باشد، منتظر بماند؛ به عبارت دیگر، بازارهای اوراق بهادار ثانویه در اسلام باید به نحوی سازماندهی شود که در آن، اگر به کلی از بین بردن نوسانات سفته‌بازی در قیمتهای سهام ممکن نیست، دست کم به کمترین سطح ممکن کاهش یابد و معامله سهامی که مالکیت فرد در آن محقق

نشده است، مجاز نیست؛ مگر در حالت خاص پیش خرید یا بیع السلم که شریعت پرداخت جلوتر قیمت را در آن اجازه می‌دهد.

همان طوری که پیشتر گفته شد، ارزش اسمی اوراق مقارضه را دولت اردن تضمین می‌کند. لازم است در مورد این مسئله بررسی شود که آیا می‌توان نقش دولت را به عنوان ضامن در جهت تضمین ارزش اسمی قرضه یا سایر اوراق اسلامی گسترش داد و آیا می‌توان ترتیباتی نهادی به وجود آورد که از طریق سیاستهای تثبیت یا بیمه های تعاونی نوسانات نرخ سود یا نرخ بازده را به حداقل ممکن کاهش داد.

گرچه اقداماتی که پاکستان در خصوص به کارگیری روشهای اسلامی در تأمین مالی انجام داده است، ستودنی است، به چند نکته باید اشاره شود:

باید بررسی کرد که آیا یک بانک اجازه دارد از محل وجوه سپرده‌گذاران در حسابهای جاری وام اعطا کند. از آنجا که وامهای بانکی خالی از رباست، بانک در قبال هزینه‌های خدمات بانکی کارمزدی را مطالبه می‌کند. این نوع تأمین مالی سؤالاتی اقتصادی و فقهی را برمی‌انگیزد. از دیدگاه فقهی، روشن نیست که آیا می‌توان مانده حسابهای جاری را، به ویژه زمانی که بانک مجوزی برای استفاده از این وجوه ندارد، برای اعطای تسهیلاتی که در معرض خطر وقوع خسارت یا عدم بازپرداخت است، به کار گرفت. گرچه برخی از علماء صحت این معاملات را تأیید می‌کنند، اما قبل از اعطای این قبیل وامها لازم است تضمینات کافی اخذ شود. همچنین، لازم است از قرض گیرنده علاوه بر کارمزد، حق بیمه‌ای که بتواند خطرات احتمالی را پوشش دهد، اخذ شود. اگر وام در مقابل تعهدی باشد مبنی بر اینکه بانک بازپرداخت اصل مبلغ وام را پس از گذشت یک فاصله زمانی تضمین می‌کند و اگر اهدافی که

در قبال این قبیل وامها دنبال می‌شود، به روشنی تبیین شده باشد و تصریح شده باشد که از این تسهیلات، صرفاً باید در طرحهایی استفاده کرد که از حیث انطباق با موازین شرعی از بالاترین درجه ممکن برخوردار باشند، در این صورت، مسئله به کلی متفاوت خواهد بود.

علاوه بر این، چنین وامهایی می‌توانند با مسئله خلق پول و عواقب تورمی آن برای یک اقتصاد اسلامی نیز مرتبط باشند. می‌توان از نرخ حداقل و حداکثر کارمزدی که توسط بانک ایالتی پاکستان تعیین می‌شود، به عنوان ابزاری برای کنترل اعتبار استفاده کرد. باید راههایی را جستجو کرد که حداقل و حداکثر نرخ کارمزد را به هزینه واقعی خدمات مرتبط می‌کند. تذکر این نکته در اینجا لازم است که اعطای تسهیلات قرض الحسنه به سپرده‌های حساب جاری ربطی با ماهیت اصلی آن ندارد. در هر حال، تعیین ضوابطی برای اعطای این تسهیلات امری لازم است. تسهیلات سپرده‌های جاری را که توسط بانکها در مواقع خاص پرداخت می‌شود، ممکن است نتوان نوع اضافه حکمی که معادل بهره در نظر گرفته می‌شود، پنداشت.

تذکر این نکته لازم است که در رابطه با تأمین مالی بر پایه سرمایه‌گذاری، به ویژه مضاربه و مشارکت، حق مدیریتی که به بانک در قبال ایفای نقش «مضارب» پرداخت می‌شود، به علاوه بخشی از سود که به عنوان حق بیمه شرکت در مقابل خطرات سرمایه‌گذاری و سهم تأمین‌کنندگان وجوه برداشت می‌شود، باید در رویه تقسیم سود تصریح شود.

همان طوری که پیشتر گفته شد، روشهای تأمین مالی بدون ربا، به شکل صدور گواهیهای مشارکت (PTC)، به عنوان جانشینی برای تأمین مالی بر پایه انواع قرضه به کار برده است. «یک از ویژگیهای برجسته نظام

PTC که عموماً مشاهده می‌شود، این است که در طول فرآیند تولید و ایجاد درآمد، مؤسسات مالی تمایل دارند خسارتهای آنها جبران شود و جبران خسارتهای آنها شکل تنزیل به خود می‌گیرد که معمولاً با نرخ سالانه دوازده درصد از زمان اعطای تسهیلات توسط مؤسسه یا اتحادیه صنفی مالی تا زمانی که عملیات تجاری پیش رفته است، محاسبه می‌شود». بسیار مهم است که تخصیص اعتبار بر اساس زمانبندی پیشرفت طرح انجام پذیرد تا نیازی به این قبیل جبران خسارت بر پایه تنزیل نباشد.

۷-۴. انتخاب ابزارهای مالی: ظرافتهای نظری

در توسعه بازار اوراق مالی اسلامی، به دلیل حرمت نرخهای بهره تأمین مالی به شکل وام جایی ندارد. به طور نسبی می‌توان گفت وقتی انتخاب اوراق بهادار بر اساس ایده مشارکت انجام پذیرد، در فرآیند انتخاب اوراق بهادار درجه اعتبار قرض گیرندگان یک ملاحظه اساسی نیست.

تقاضا برای اوراق بهادار عمدتاً به بازدهی داراییهای رقیب، سررسید، میزان دسترسی به بازار ثانویه بازفروش دارایی، پیش‌بینی قیمت‌های مربوطه در آینده و غیره بستگی دارد. علاوه بر اهداف یادشده، متغیرهای معنوی اخلاق اسلامی نیز وجود دارند که بر عرضه و تقاضای یک ورقه بهادار تأثیر می‌گذارند. بسیاری از کسانی که در بازارهای مالی فعالیت می‌کنند، این متغیرها را که فراتر از اقتصاد سکولار قرار دارند، نمی‌توانند بفهمند. من فکر می‌کنم در یک اقتصاد اسلامی که درست سازماندهی شود، با فرض ثابت بودن سایر عوامل، هر چه تقاضا برای یک ورقه مالی بیشتر باشد، آن ورقه مالی با الزامات اقتصادی، اخلاقی و معنوی قرآن و شریعت ارتباط بیشتری دارد. فرض کنید یک بانک اسلامی در بخشی از یک کشور طرحی را تعریف کرده است که منافع آن مستقیماً عاید گروهی می‌شود که

زیر خط فقر زندگی می‌کنند (یعنی متکدیان، معلولان، بیکاران، کشاورزان بی‌بضاعت، کهنسالان، ایام و غیره). همچنین، فرض کنیم که این طرح از توجیه اقتصادی کافی برخوردار است و به لحاظ مالی سودآور است. با توجه به این اطلاعات، انتظار می‌رود حتی اگر بازده پولی سایر اوراق بهاداری که با الزامات قرآنی همخوانی کمتر و ارتباط دورتری دارند، بیشتر از ورقه مالی این طرح باشد، تقاضا برای این ورقه بیشتر باشد. این فرضیه‌ای است که می‌توان آن را به آسانی در بانکهای اسلامی امتحان کرد. نتیجه این بحث این است که نقشه بی تفاوتی یک سرمایه‌گذار مسلمان که ترکیبات مختلف ریسک و بازده را نشان می‌دهد، متأثر از این قبیل عوامل اخلاقی است و بر روی انتخاب پرتفوی بهینه نهایی تأثیر می‌گذارد. این را می‌توان به کمک نمودارهای ساده‌ای که در نظریه مالی معاصر برای بیان نحوه انتخاب پرتفو بر پایه تحلیل مطلوبیت و ریسک به کار می‌رود، توضیح داد. این نمودارها در پیش‌بینیهای کاربردی چندان ثمری ندارند، اما در فهم اینکه مدیران مالی در رویارویی با مجموعه‌ای از داراییهای مالی برای خود یا موکلان خود چگونه باید تصمیم‌گیری کنند، مفید است.

نکات مهم

از تحلیل بالا می‌توان نکات مهم زیر را به دست آورد:

اول. نرخ بازده مورد انتظار باید بر اساس دیدگاه جهان اسلام در خصوص موضوعات اقتصادی هدایت شود. این نرخ دارای دو جزء مهم است: نرخ پولی مورد انتظار خالص (M) و میزان خرسندی معنوی و اجتماعی که به لحاظ اسلامی ایجاد می‌شود (S).

دوم. از بحث بالا نتیجه می‌شود که ابزارهای مالی دو هدف را دنبال می‌کنند: حداکثر کردن M و S . فرضیه ما این است که هر چه S بزرگ‌تر

باشد، ورقه مالی با ارزشهای اقتصادی - اجتماعی نهفته در قرآن همخوانی بیشتری دارد؛ بنابراین، S می تواند بر اساس واحدهای نهایی، بسته به هدفی که در تجهیز منابع از طریق مشارکت توضیح داده می شود، مثبت یا منفی باشد.

سوم. همان طوری که پیشتر ذکر شد، M بستگی به متغیرهایی مانند سررسید ورقه مالی، ریسک اعتباری و قابلیت انتقال دارایی دارد. اینها نیروهایی هستند که بر روی عرضه و تقاضای اوراق مالی و در نتیجه، تعیین پرتفوی داراییها تأثیر می گذارد؛ برای مثال، هرچه سررسید یک دارایی کوتاه تر باشد، تقاضا برای آن بیشتر است. هر چه دارایی بازار بهتری داشته باشد، تقاضا برای آن ممکن است بیشتر باشد و برعکس. به همین ترتیب، هر چه بازدهی اوراق مالی رقیب نسبت بازدهی ورقه مالی مورد نظر کمتر شود، انتظار این است که تقاضا برای آن بیشتر شود و قس علی ذالک.

سرانجام، بینش سرمایه گذار ممکن است دستخوش تغییر شود و نوع احساس و درک وی متفاوت شود؛ بنابراین، خانواده منحنیهای بی تفاوتی ممکن است به سمت بالا و چپ جابه جا شود؛ با وجود این، پرتفوی بهینه سرمایه گذار قطعی نیست. برای اینکه انتخاب سرمایه گذار به لحاظ کیفی بهبود یابد، تحلیل خردمندانه عملکرد انواع مختلف پرتفو از حیث میزان ریسک و خطر نیز لازم و ضروری است.

۷-۵. پیشنهاد چند ابزار مالی اسلامی جدید

پیشتر گفته شد که علی رغم توسعه قابل توجه ابزارهای مالی اسلامی، ساختار فعلی بازار اوراق بهادار اسلامی نشان دهنده نبود تلاشی هماهنگ برای تجهیز وجوه مالی است. همچنین، تعداد سهام و تعداد

شرکت‌کنندگان نیز محدود است. بنابراین، ضروری است که اقدامات سیاستگذاری خردمندانه‌ای توسط IDB به طور خاص و سایر بانکهای اسلامی به طور عام به منظور افزایش اندازه، دامنه و حجم فعالیتها اتخاذ شود؛ به طوری که بازار اوراق بهادار اسلامی متشکل و سازمان‌یافته شود. برای رسیدن به این هدف، این بخش به پیشنهاد بسته‌ای از انواع جدید ابزارهای مالی اختصاص داده شده است. این بسته به هیچ وجه جامع و کامل نیست و دامنه و تنوع آن را می‌توان با سلايق مختلف سرمایه‌گذاران سازگار کرد.

بنابراین، فهرست دهگانه زیر از انواع کلی ابزارهای مالی جدید می‌تواند به عنوان راهنمایی اساسی برای هر یک از این ابزارها قرار گیرد. این می‌تواند مبنایی برای مطالعات کاربردی بیشتر باشد:

- گواهی قرض ساده؛
- گواهی قرض متصل به شاخص؛
- اوراق تجاری کوتاه‌مدت اسلامی؛
- اوراق قرضه / سهام / گواهیهای سرمایه‌گذاری تلفیقی؛
- گواهی سهم‌بری در سود؛
- گواهی نرخ انتظاری سود سهام؛
- گواهی سهم‌بری در اجاره و گواهی نرخ انتظاری اجاره؛
- گواهی تعهد شراکت؛
- گواهی زکات؛
- گواهی سرمایه‌انسانی.

۷-۵-۱. گواهی قرض ساده

بانکهای اسلامی یا یک بنگاه تجاری از مجرای بانکهای اسلامی می‌توانند به انتشار گواهیهای قرض خالص که در آن بازپرداخت اصل وام پس از دوره زمانی معینی تضمین شده است، مبادرت کنند. چنانچه هدف از انتشار این گواهیها به طور شفاف بیان شود و چنانچه تصریح شود که وجوه این گواهیها صرف طرحهای غیرانتفاعی مورد تأکید اسلام می‌شود، انتظار می‌رود بانکها بتوانند این گواهیها را بفروشند. این گواهیها باید ترجیحاً در مبالغ کم و با سررسید کوتاه منتشر شوند. دارنده گواهی در صورت نیاز اجازه دارد از آن به عنوان وثیقه برای وام حساب جاری استفاده کند. از آنجایی که این وام در زمره وامهای خیرخواهانه قرار دارد، طرحهایی که از این وامها استفاده می‌کنند، باید موجب گسترش رفاه اجتماعی و تحکیم همبستگی اسلامی شوند و در این راستا رنگ این گواهیها را می‌توان با رنگ «سبز» مشخص کرد.

۷-۵-۲. گواهی قرض متصل به شاخص

همان طوری که پیشتر اشاره شد، در خصوص شاخص گذاری وام در اقتصاد اسلامی مناقشاتی وجود دارد؛ با این همه، گفته می‌شود چنانچه وام متصل به شاخص مجاز باشد، بانکهای اسلامی از طریق انتشار این گواهیها با سررسیدهای مختلف می‌توانند مبالغ عمده ای را جمع آوری کنند. همچنین، گفته می‌شود چنانچه این گواهیها به گونه ای طراحی شوند که بتوانند ارزش واقعی پس اندازها را حفظ کنند و تضمین شود از وجوهی که قرض دهندگان برای مدتی به آن نیاز ندارند، در طرحهای مورد تأیید اسلام استفاده می‌شود؛ چنین گواهیهایی ممکن است تمایل به کنز کردن را در کشورهای مسلمان کاهش دهد. اگر این گواهی در طول سال اول نقد

شود، تنها قیمت خرید اولیه بازپرداخت می‌شود، مگر اینکه طور دیگری در قرارداد توافق شود.

۳-۵-۲. اوراق تجاری کوتاه‌مدت اسلامی

بانکهای اسلامی می‌توانند به منظور تأمین نیازهای اعتباری کوتاه مدت، اوراق تجاری کوتاه مدت با سررسیدی بین ۶۰ تا ۲۷۰ روز منتشر کنند. این اوراق قابل خرید و فروش در بازار هستند. این نوع اوراق تجاری به طور خاص برای تأمین مالی تجارت خارجی کوتاه مدت در فواصل فصول درو و برداشت محصولات کشاورزی، نوسانات فصلی تولید در کوتاه مدت و معاملات عمده‌فروشی و خرده‌فروشی کاربرد دارند. مزیت اصلی این ورقه در توانایی استفاده از وجوه غیربانکی سرگردان و نیز سهولتی است که برای قرض گیرندگان در جهت ورود و خروج سریع به بازار باز ایجاد می‌کند. باید اشاره کرد که وجوه جمع آوری شده از طریق اوراق تجاری کوتاه مدت وجوه نهایی هستند. جریان مستمر این وجوه بسته به توانایی بانک در ارائه نرخ سودی جذاب دارد که از طریق به کارگیری مشروع وجوه حاصل شود. ورقه تجاری به دلیل ریسک نسبتاً کم و سررسید کوتاه می‌تواند جانشین خوبی برای اوراق قرضه خزانه‌داری باشد.

۴-۵-۲. اوراق قرضه / سهام / گواهیهای سرمایه‌گذاری تلفیقی

این نوع سهام / گواهی نام فعالیت‌هایی را که وجوه حاصل از سهام در آن سرمایه‌گذاری می‌شود، به همراه دارد. این گواهیها را می‌توان برای ترکیب متنوعی از فعالیت‌های تولیدی منتشر کرد و سرمایه‌گذار دارای گزینه‌های متعددی خواهد بود.

اجازه دهید این مطلب را به کمک یک مثال تشریح کنیم؛ فرض کنیم به دنبال راه حلی هستیم که به ما کمک کند از میان چهار طرح

سرمایه‌گذاری (A, B, C و D) سه طرح را بر اساس میزان ریسک و سودآوری انتخاب کنیم. حال اجازه دهید تمام گزینه های سه‌تایی ممکن را فهرست کنیم به طوری که هیچ سه طرحی بیش از یکبار انتخاب نشود؛ یعنی ABC, ADB, ACD و BCD. در اینجا هر دسته شامل سه طرح است که اصطلاحاً ترکیب سه طرح از چهار طرح نامیده می‌شود.^۱

بنابراین، ملاحظه می‌شود که برای تعداد معینی از طرحها، ترکیبات و جایگشتهای متفاوتی از حیث میزان ریسک، سودآوری و درجه اسلامی بودن وجود دارد. سرمایه‌گذاران با دامنه وسیعی از گزینه‌ها مواجه هستند. طیف متفاوتی از اوراق بهادار، بیانگر ترکیب متفاوتی از طرحهاست و انواع متفاوتی از اوراق بهادار را می‌توان منتشر کرد.

۱. با توجه به این نکته می‌توان نوشت: $C_3^4 = 4$ ، که معنای آن ترکیب سه از چهار است.

در حالت کلی، با استفاده از نماد فاکتوریل می‌توان گفت که ترکیب r طرح از n طرح متمایز عبارت است از: $\frac{n!}{(n-r)!r!}$. اگر از نماد C_3^4 برای نشان دادن ترکیب

r طرح از مجموع n طرح استفاده شود، می‌توان نوشت: $C_3^4 = \frac{n!}{(n-r)!r!}$. اگر

بتوان طرح را بر حسب میزان ریسک، سودآوری، یا درجه اسلامی بودن مرتب کرد، در آن صورت ترکیب ABC را به عنوان نمونه می‌توان به ۶ تبدیل متمایز تفکیک کرد: ABC, ACB, BAC, BCA, CAB و CBA؛ که جایگشت نامیده می‌شود. در اینجا هر ترکیب نشان دهنده ۶ جایگشت متفاوت است.

برای این منظور می‌توان از نماد $p_3^4 = 24$ که p_3^4 تعداد جایگشتهای ترکیبات سه‌تایی از مجموع چهار طرح متمایز نامیده می‌شود. در حالت کلی با استفاده از نماد

$$P_3^4 = \frac{n!}{(n-r)!} = \frac{4 \times 3 \times 2 \times 1}{(4-3)!} = 24$$

فاکتوریل می‌توان نوشت:

سود سهام را می‌توان بر پایه عملکرد هر ورقه بهادار توزیع کرد. حتی می‌توان از ترکیب رنگها به صورت نمودارهای میله‌ای در پشت هر ورقه برای نشان دادن میزان سهم مورد انتظار در هر فعالیت استفاده کرد. مزیت اصلی معرفی چنین اوراقی پخش ریسک و یک کاسه شدن منابع است. حوزه شمول اوراق قرضه را می‌توان به آسانی توسعه داد، به طوری که انواعی از طرحها را شامل شود؛ چرا که از این گواهیهای تلفیقی می‌توان برای گسترش کشاورزی، صنعت و خدمات استفاده کرد.

۲-۵-۵. گواهی سهم‌بری در سود

بانکها و شرکتهای سرمایه‌گذاری می‌توانند گواهیهای عمومی سهم‌بری در سود، بدون درج نام فعالیت خاصی منتشر کنند. بانک یا شرکت اجازه دارند در هر نوع طرحی، که به لحاظ اسلامی مورد تأیید است، سرمایه‌گذاری کنند. سود سهام را می‌توان بر پایه بازده متوسط تمام فعالیتها محاسبه کرد. چنین گواهیهایی می‌تواند سررسیدهای متفاوت داشته و قابل خرید و فروش در بازار باشد. به طور کلی، انتظار می‌رود چنین گواهیهایی / سهامی دارای ریسک کمی باشند؛ چرا که ضرر یک طرح با سود طرح دیگر جبران می‌شود.

۲-۵-۶. گواهی نرخ انتظاری سود سهام

بانک می‌تواند این گواهی را بر پایه سود انتظاری ناشی از عملکرد گذشته، روند فعلی و پیش‌بینیهای آتی در مورد یک فعالیت منتشر کند. کاملاً مشخص است که این شکل دیگری از نرخ بهره ثابت نیست؛ زیرا نرخ انتظار سود سهام ممکن است بیشتر، کمتر یا مساوی با نرخ حقیقی سود سهام باشد. تنها تفاوت این نوع گواهی با گواهی سهم‌بری در سود این است که منابع مالی دارندگان این اوراق در طرحهایی سرمایه‌گذاری

می‌شود که کمترین ریسک را دارند و نرخ مورد انتظار سود سهام آنها احتمالاً پایین‌تر از گواهی سرمایه‌گذاری عمومی است.

۷-۵-۷. گواهی سهم‌بری در اجاره و گواهی نرخ مورد انتظار اجاره

در مقایسه با گواهیهای سهم‌بری در سود و گواهیهای نرخ انتظاری سود سهام، از گواهی عمومی سهم‌بری در اجاره و گواهی نرخ مورد انتظار اجاره می‌توان در انواع متفاوت اجاره کوتاه‌مدت و بلندمدت کشتیها، تجهیزات مکانیکی، الکتریکی و الکترونیکی و مستغلات استفاده کرد. این گواهیها نسبت به گواهیهای سهم‌بری در سود نااطمینانی و ریسک کمتری دارند. لازم به ذکر است که IDB و IIC در واقع، امر با اجاره انواع مستغلات و تجهیزات سر و کار دارند. مهم آن است که فرآیندی که بدین ترتیب، در IDB و IIC ایجاد شده است، به نحو گسترده‌تری نهادینه شود.

۷-۵-۸. گواهی تعهد شراکت

ویژگی مهم این گواهی این است که دارنده آن لازم نیست منابع خود را فوری در اختیار بانک قرار دهد. دارنده به بانک تعهد شراکت در یک فاصله زمانی کوتاه (مثلاً ۱۰ تا ۱۵ روز) را می‌دهد. دارنده گواهی می‌تواند سهم‌بری در سرمایه‌گذاری یا قرض‌الحسنه را انتخاب کند. این گواهی شراکت با توجه به اینکه بانک تنها زمانی از وجوه استفاده می‌کند که به آن نیاز دارد، به استفاده کارآ از منابع منجر می‌شود. سود سهام از تاریخ به کارگیری وجوه به تناسب زمانی که از آن استفاده شده است، محاسبه می‌شود.

۷-۵-۹. گواهی زکات

از گواهیهای زکات در مبالغ اسمی متفاوت می‌توان برای تأمین مالی طرحهایی استفاده کرد که منافع آن تماماً عاید فقرا می‌شود. همه ما می‌دانیم که در قرآن هشت نوع مصرف برای زکات تعیین شده است. گرچه ما می‌توانیم نسبت توزیع منافع میان مستحقان دریافت زکات تغییر دهیم، اما نمی‌توانیم آن را در جهاتی غیر از آنچه قرآن معین کرده است، مصرف کنیم؛ چرا که مغایر با موازین شرعی است.

۷-۵-۱۰. گواهی سرمایه انسانی

اجازه دهید در اینجا مسئله استفاده از مضاربه در شکل گواهی سرمایه انسانی به تفصیل بررسی کنیم. می‌دانیم که مضاربه یکی از شیوه‌های مهم تأمین مالی اسلامی یک طرح اقتصادی است. مضاربه قراردادی است که بر اساس آن سرمایه توسط شرکتهای سرمایه‌گذاری اسلامی یا بانکها فراهم می‌شود و تلاشهای مدیریتی و تولیدی (دانش فنی و مهارت) مسئولیتی بر عهده عامل است. سود حاصل شده بر اساس توافق و شروط مندرج در قرارداد میان طرفین توزیع می‌شود. اگر ضرری واقع شود، عامل نتیجه تلاش و زحمت خود و مالک بخشی از سرمایه خویش را از دست داده است.

بنابراین، قرارداد شامل دو بخش است: یک بخش، سرمایه پولی را شامل می‌شود و بخش دیگر، سرمایه انسانی. بانکهای اسلامی در جهت تجهیز منابع مالی عمل می‌کنند؛ این همان کاری است که بانکهای متعارف نیز به طور سنتی انجام می‌دهند. آنچه در بانکداری متعارف انجام نمی‌گیرد، تجهیز منابع انسانی است؛ به طوری که میان این دو نوع سرمایه مندرج در قرارداد هماهنگی مناسبی به وجود آید.

بانکها و شرکتهای سرمایه‌گذاری اسلامی به منظور تجهیز منابع انسانی باید «گواهی سرمایه‌انسانی» منتشر کنند. ایده اصلی این است که ابتدا باید زمینه مهارت‌های انسانی را که با منابع مالی مجموعه طرح‌های مورد نظر مناسبت دارد، فراهم کند. لازمه این کار مطالعاتی در زمینه عرضه و تقاضا برای نیروی کار تخصصی در زمینه‌های اساسی هم در سطح خرد و هم در سطح کلان است.

در این صورت، بانک و شرکت سرمایه‌گذاری می‌توانند گواهی سرمایه‌انسانی صادر کنند، به نحوی که نیروی کار تخصصی مورد نیاز برای اجرای طرح‌ها تأمین شود. چنین گواهی‌هایی را می‌توان در بازار باز با دو شرط بفروشند: اول. خریدار گواهی باید به انجام کار طرح‌ها بر پایه مشارکت علاقه مند باشد؛ دوم. آنها باید منابع مالی مورد نیاز برای انجام طرح را دریافت کنند. دارنده گواهی بخشی از حقوق خود را به شکل پولی دریافت می‌کنند و تسویه کامل بر اساس میزان سهم بری وی در طرح انجام می‌گیرد. در این حالت است که بانک می‌تواند قرارداد مضاربه منعقد کند.

از آنجایی که دارنده گواهی اجازه ندارد در ازای سرمایه‌انسانی خود بازده ثابت دریافت کند؛ وی تنها می‌تواند درصد توافق‌شده از سود خالص طرح را مطالبه کند. نقش اساسی بانک در ایجاد هماهنگی مناسب میان سرمایه‌انسانی و سرمایه مالی و در نتیجه، کمک به رشد بخش خصوصی است.

حتی اگر یک نسخه اصلاح‌شده از این برنامه در یک طرح به طور آزمایشی انجام گیرد، احتمالاً نتایج زیر حاصل خواهد شد:

(۱) در سطح کلان، این برنامه احتمالاً مشکل رکود تورمی را حل می‌کند. به بیان دیگر، مسئله بیکاری و تورم ناشی از فشار هزینه را می‌توان به طور همزمان حل کرد.

(۲) در سطح کلان، انتظار روح مشارکت و تعلق خاطر در جامعه ایجاد شود. این به دلیل ترغیب انگیزه‌ها و کاهش احتمال اعتصاب یا تهدید به مستخدمان به قطع حقوق و مزایای آنها و مسائل دیگر، باعث خواهد شد تولید افزایش پیدا کند.

(۳) این روی رفتار بنگاه تأثیر می‌گذارد و موجب می‌شود متغیرهایی که قبلاً به صورت مستقل عمل می‌کردند، به هم وابسته شوند.

(۴) در نهایت، انتظار می‌رود این برنامه روی رفتار مشارکتی در صنعت تأثیر بگذارد. این نتایج بسیار مطلوبی در تکامل رویکرد اسلامی به پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و مشارکت خواهد داشت.

(۵) این برنامه دستاوردهایی بسیار جدی برای تأمین مالی طرحهای مشارکتی که IDB در آینده در دست اقدام خواهد داشت، دارد. این ایده فراتر از دلایل سنتی و کلاسیکی که برای توجیه شکست تأمین مالی طرحها به طریق مشارکتی ارائه شده است، مانند افزایش هزینه‌ها، مسائل اجرایی و مدیریتی و غیره پیش می‌رود.

(۶) انتظار می‌رود این برنامه صلح و آرامش را در صنعت برقرار کند؛ در نتیجه، مبنایی اسلامی برای مشارکت کارفرما و کارگر به وجود خواهد آمد. روابط صنعتی مورد انتظار در جهتی مطلوب بهره‌وری را تحت تأثیر قرار می‌دهد و تداوم عرضه کالاها را تضمین می‌کند.

لازم به ذکر است که با تداوم توسعه اقتصادی، تقاضای کارگران برای مشارکت در تصمیم‌گیریهای اقتصادی را می‌توان به لحاظ اسلامی توجیه کرد. به منظور تقویت همکاری کارگران با مدیریت، بسیار مهم است که

پاداش ریسک پذیری آنها از طریق ترکیب دستمزد با سهم‌بری در سود جبران شود. گواهی سرمایه‌انسانی فرصت منحصر به فردی را برای دسترسی کارگران به درآمد حاصل از قبول ریسک ایجاد می‌کند. به علاوه آنها می‌توانند در پخش شدن ریسک سرمایه‌گذاری مساعدت کنند و نقش مستقیمی را در کارایی مولد بر عهده گیرند. توزیع ریسک به طور غیرمستقیم بر تمایل سرمایه‌گذار به عرضه سرمایه تأثیر می‌گذارد.

(۷) اگر این برنامه به مرحله‌ی اجراء درآید، در نهایت، به توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی منجر خواهد شد و می‌توان آن را در مکانهای دیگر نیز اجراء کرد.

(۸) با توجه به اینکه بخشی از حقوق، که ناشی از سهم‌بری نیروی کار است، به صورت پس‌اندازهای اجباری است، هزینه‌های عملیاتی اولیه طرح ناچیز است.

(۹) بالاتر از همه، این برنامه در انطباق کامل با شرع اسلام است. این برنامه پایه‌ای از دستمزد را ضمانت می‌کند، بهره را حذف می‌کند و سهم‌بری را جای آن قرار می‌دهد. ضمانت پایه‌ای برای دستمزد، اشتغال و توزیع درآمد را بهبود می‌بخشد.

بنابراین، گواهیهای سرمایه‌انسانی می‌تواند کشورهای اسلامی را در سمت و سوی دستیابی به این دو هدف شرعی یاری دهد؛ تضمین تأمین بودن وسیله‌ی معاش و ترغیب کارگران به مشارکت در سهم‌بری. این بسیار بهتر از نظام دستمزد ثابت است که در آن تنها سرمایه‌گذاران با ریسک تولید و سود مواجه هستند. چنانچه ساختار حقوق و دستمزد بر اساس نظام گواهی سرمایه‌انسانی تنظیم شود، وضعیت بهتری برای کارگران ایجاد می‌شود؛ چرا که توزیع ریسک کارایی مولد بنگاه را افزایش می‌دهد.

و احتمال بیکار شدن کارگران را، به ویژه وقتی تولید و درآمد از سطح حساسی پایین تر آید، کاهش می دهد.

بنابراین، دستمزد مبتنی بر سود، آنچنان که نظام گواهی سرمایه انسانی تدارک می شود، رهیافتی به لحاظ اسلامی موجه برای سازماندهی صنعتی است که بر پایه میزان بهره وری و نحوه انتخاب پرتفوی افراد عمل می کند. این پرتفو نوعی بیمه در مقابل شرایط متغیر اشتغال است. طراحی یک طرح آزمایشی در کشوری خاص، که بتوان این ایده را در آنجا آزمون کرد، اهمیت فراوان دارد.

ایده ای مشابه مورد تأیید یکی از اقتصاددانان دانشگاه MIT، آقای پروفیسور مارتین ویتمن، در کتاب وی، اقتصاد مشارکتی (هاروارد) قرار دارد که در آن ایشان مدعی شده است راه حلی را برای پایان بخشیدن به معضل تورم و بیکاری یافته اند؛ او می گوید: روش کار این است که صنعت ایالات متحده نظام پرداخت دستمزد ثابت را رها کند و برنامه ای تنظیم کند که در آن مزد کارگران در رابطه با درآمد یا سود کارفرما قرار می گیرد. این اقتصاددان اعتراف می کند که از طرح وی نمی توان به طور خام استفاده کرد، اما معتقد است حتی اجرای یک نمونه آزمایشی می تواند تأثیر زیادی بر اقتصاد آمریکا داشته باشد. نیویورک تایمز در مقاله ای ایده ویتمن را به این صورت توصیف می کند: «بهترین ایده از زمان کینز تاکنون» (تایمز، ۲۰ می ۱۹۸۵). حال در مورد ایده انتشار گواهی سرمایه انسانی چه می توان گفت؟ آیا این ایده ارزش پژوهیدن را ندارد؟

ممکن است این بحث را طرح کرد که عبارت سرمایه انسانی در علم اقتصاد مفهوم خاصی دارد و به سرمایه مجسم در انسان که از طریق آموزش و تحصیل ایجاد می گردد، اطلاق می شود. «روشن است سرمایه انسانی را نمی توان با فروش گواهی که به نام وی صادر شده است، به غیر

منتقل کرد. کارگری که از چنین گواهی برخوردار است، می‌تواند شغل خود را ترک کند و گواهی خود را بفروشد، اما او با خود سرمایه انسانی متبلور شده در خویش را به همراه می‌برد» (Arrif, 1986). درست است که سرمایه انسانی به سرمایه متبلور شده در انسان از طریق تحصیل و آموزش اطلاق می‌شود، اما دستمزد ظهور و تجلی این سرمایه تبلور یافته است که یک اقتصاد باز توسط نیروهای عرضه و تقاضا برای کار تعیین می‌شود؛ بنابراین، وقتی بخشی از دستمزد در بدو انعقاد قرارداد به شکل سهم بری تعریف می‌شود، مشکلی در این نوع معامله، حتی وقتی کارگر شغل خود را رها می‌کند و به جای دیگری می‌رود، دیده نمی‌شود. از آنجایی که سازوکار پرداخت دستمزد در اینجا در سرمایه انسانی تبلور می‌یابد، از اصطلاح «گواهی سرمایه انسانی» استفاده شده است.

تشخیص این مسئله لازم است که وقتی از کارگران خواسته می‌شود بخشی از دستمزد خود را به شکل سهام دریافت کنند، در اینجا از مفهوم مدیریت مشارکتی است که در سازمان استفاده شده است؛ مفهومی که با اصل شریعت سازگاری دارد؛ چرا که بر پایه مفهوم «عدل و احسان» بنا شده است.

۷-۶. نتیجه‌گیری

در پایان می‌توان با اطمینان گفت که تعداد زیادی ابزار مالی قابل انتشار است. در اینجا تنها تعداد اندکی از آنها معرفی شده‌اند. سهام قابل خرید و فروش در بازار و سهام غیرقابل خرید و فروش، سهام/ گواهی آزاد یا محدود با هر سرسیدی بسته با طبیعت و ساختار رابطه میان کار و سرمایه قابل انتشار است.

نتیجه مهمی که از معرفی ابزارهای مالی پیش گفته به دست آمد، این است که به کارگیری آنها ممکن است نیازمند یک دگرگونی ساختاری کامل در راهبردهای عملیات جاری IDB و IIC است. باید در برخی از فعالیتهای تولیدی و تجاری خاص و در برخی موارد نوعی کنترل و نظارت برقرار شود و نماینده‌ای دائمی برای حضور در شورا یا هیئت مدیره شرکتها تعیین شود؛ همچنین، باید دفاتری در نقاط مختلف به منظور نظارت بر نحوه پیشرفت کار طرحها تأسیس شود و مواردی از این قبیل. در سطح سازمانی، این به معنای تفویض اختیار و اقتدار لازم است؛ بالاتر از همه، اینکار به دانش زیاد و تجربه کافی در زمینه شرایط بومی نیاز دارد تا بتواند مسائل محلی و استعدادهای انسانی و نیز وضعیت بازار را تشخیص دهد.

بخش چهارم:
چارچوب برنامه عملیاتی

فصل هشتم:
بانک توسعه اسلامی و تجهیز منابع

۸-۱. مقدمه: دغدغه‌های موجود

تأسیس IDB، متشکل از تعدادی بانکهای اسلامی، و IIC در طول دهه ۱۹۷۰م. از حوادث مهم زمان ماست. به نوعی تذکر این تکتک ضروری است که نیاز مبرمی به تجهیز منابع برای مشارکت در طرحهای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت وجود دارد. تا به حال، اقداماتی که در عمل توسط بانکهای اسلامی انجام گرفته است، بیشتر محدود به خرید و فروش مسکن و تا حدودی در جهت کار بانکهای تجاری بوده است. این واقعیت در رواج رو به رشد و موفقیت معاملات مباحه منعکس است. گرچه اشکالی در این روند مشهود نیست، اما لازم است تلاش بیشتری برای گسترش قلمرو شیوه‌های دیگر تأمین مالی مانند مشارکت و مضاربه انجام گیرد. احساس عمومی این است که توسعه این قبیل روشهای تأمین مالی به توسعه سرمایه اسلامی بر پایه طبیعت مشارکتی آن کمک می‌کند و دامنه کاربرد شیوه سهم‌بری مشخص می‌کند. به علاوه، باید این نکته نیز مورد توجه باشد که آیا موفقیت این بانکهای اسلامی مرهون راهبردهای تجاری مناسب آنهاست یا اینکه از دسترسی نسبتاً آسان آنها به منابع مازاد مالی کشورهای نفتی ناشی می‌شود.

IDB که فعالیت خود را در اواخر سال ۱۹۷۵م. آغاز کرد، به میزان زیادی در تأمین مالی معاملات خارجی فعالیت می‌کند. گزارش سالانه

اخیر این بانک (گزارش یازدهم: ۱۹۸۵-۱۹۸۶م.) نشان می‌دهد که این بانک از ۸۰ درصد منابع خود را به جهت تأمین مالی تجارت استفاده کرده و از مابقی در تأمین مالی فعالیتهای کشاورزی، صنعتی و احداث زیرساختهای اجتماعی و فیزیکی استفاده شده است. برای توسعه نظام مالی اسلامی به طور عام و بازار اوراق بهادار اسلامی به طور خاص، لازم است که حوزه عملیات این بانک به عملیات مبتنی بر سهم بری گسترش یابد.

۸-۲. استراتژی آینده

آنچه برای IDB به طور خاص و بانکهای اسلامی محلی به طور عام اهمیت حیاتی دارد، تجهیز منابع به منظور افزایش برنامه سرمایه گذاری مشارکتی بلندمدت است؛ نه فقط منابع کوتاه مدت حاصل از تجارت. این به آن معنا نیست که فعالیتهای تجاری کوتاه مدت نامربوط و بی اهمیت است. آنچه اهمیت بیشتری دارد، این است که با سرمایه گذاری در طرحهای عمرانی بر پایه مضاربه و مشارکت، ظرفیت تجارت و بازرگانی توسعه پیدا کند. امروز بانکهای اسلامی محلی شانه به شانه بانکهای ربوی تجاری کار می‌کنند؛ بنابراین، برای جلب اعتماد سپرده گذاران به اعتبار عملیات بانکداری اسلامی، استفاده از منافع فوری سرمایه گذاریهای کوتاه مدت برای بانکهای اسلامی یک امر ضروری است. البته در مورد عملیات IDB که به دنبال افزایش نقش رهبری خود در تکامل بازارهای مالی معتبر برای فروش اوراق بهادار اولیه و ثانویه است، این استدلال صادق نیست. توزیع اولیه اوراق بهادار فروش بدوی انواع جدید قرضه و داراییهای مالی را شامل می‌شود، در حالی که بازارهای ثانویه امکان خرید و فروش مجدد آنها را فراهم می‌کند. همان طوری که پیشتر اشاره شد،

IDB برای بررسی این موضوع یک تیم کارشناسی به وجود آورده است و بر پایه توصیه‌های این گروه به طور فعال شناورسازی ابزارهای مالی دنبال می‌کند.

لازم نیست که همیشه IDB درگیر فعالیتهای تجاری حقیقی باشد؛ مهم‌تر این است که IDB به توسعه چارچوب نهادی بازار اوراق بهادار اسلامی کمک کند که وظایف زیر را شامل می‌شود:

الف، فراهم آوردن امکانات فیزیکی خرید و فروش سهام/قرضه/گواهیه‌های مالی شامل بورس مبادلات برای هر یک از انواع سهام/گواهیه‌های رقیب و عمل کردن به صورت یک بنگاه کارگزاری؛

ب، فراهم آوردن امکانات گزارش‌گیری و ارتباطات به طوری که امکان توسعه بازار خارج از بورس (OTC) فراهم شود. بازار خارج بورس مکانی مرکزی برای تعاملات عرضه و تقاضا نیست بلکه، اساساً شبکه‌ای ارتباطی از معامله‌گران انواع قرضه و سهام است؛

ج، تعیین اینکه چه مواردی را می‌توان در بورس پذیرفت. این کار شامل تهیه جهت‌گیریهای کلی برای نظارت بر رفتار شرکتهاست. کمبود اطلاعات صحیح در مورد رفتار شرکتها و دورنمای فعالیتهای آنها منجر به «نبود اعتماد» می‌شود که مهم‌ترین مانع برای توسعه بازارهای سرمایه است (Wia & Patric, 1973, p.285 و: ۱۹۷۳، ص. ۲۸۵). شریعت بر روی شفاف بودن معاملات و وضوح زبانی که خرید و فروش اولیه و ثانویه اوراق بهادار بر اساس آن انجام می‌گیرد، تأکید دارد. این شامل بررسی و تحلیل وضعیت فعلی و عملکرد آتی صادرکننده، کیفیت دارایی مالی منتشرشده، قیمتها و بازده سایر اوراق بهادار رقیب و دورنمای وضعیت بازار می‌شود.

بنابراین، شرکتی که سهام خود را برای عرضه به عموم منتشر می‌کند، باید گزارش مالی با جزئیات کامل داشته باشد (خلاصه آگهی). همچنین، شرکت باید اطلاعاتی در مورد اینکه چه مقدار از سهام شرکت توسط کارکنان شرکت خرید و فروش می‌شود، ارائه دهد. از آنجایی که کارکنان شرکت از برتری اطلاعاتی در مورد شرکت برخوردارند، خرید و فروش آنها می‌تواند نشانه اعتماد آنها به آینده شرکت باشد.

د، فراهم آوردن دستورالعمل اسلامی برای تنظیم رفتار شرکت‌کنندگان در بازار اوراق بهادار. از آنجایی که شریعت دستکاری قیمتهای سهام در بازار را ممنوع می‌داند، بسیار مهم است اصول عملیاتی اخلاق اسلامی در تجارت تعیین شود تا توسط همه کسانی که در این بازارها فعالیت می‌کنند، رعایت شود. برای اینکار ممکن است لازم باشد میزان معاملات و اسامی افرادی که در بازار بورس سهام و بازار خارج از بورس فعالیت می‌کنند، در جایی ثبت شود و کسانی که دارای مجوز هستند، امکان فعالیت در این بازارها را داشته باشند. این دستورالعمل باید شامل نحوه اخراج و تعطیلی فعالیت کسانی باشد که در تجارت خود اصول شریعت را رعایت نمی‌کنند.

در هر یک از زمینه‌های یادشده، IDB می‌تواند نقش مهمی را در فرآیند ایجاد بازارهای مالی اسلامی ایفا کند. اغلب بانکهای اسلامی محلی تا حد زیادی بر اساس ابتکار عمل گروهی افراد بانگیزه به وجود آمده‌اند. باید تلاش شود مالکیت ساختار سرمایه‌ای این بانکها تا جای ممکن گسترش یابد. موفقیت این بانکها در بلندمدت بستگی به توانایی آنها در جذب وجوه کافی برای سرمایه‌گذاری از مردم دارد. تمایلات بلندمدت IDB نشان می‌دهد که این بانک ممکن است از امکانات فیزیکی و مکانی بانکهای اسلامی محلی و IIC در کشورهای مختلف استفاده کند، به طوری

که بتوان از مشارکت آنها در تبادلات مالی و تجاری و اطلاعات توسعه‌ای استفاده کرد. با توجه به خصوصیت‌های این بانک، IDB می‌تواند نقش مؤثری را در این خصوص ایفا کند. تأسیس بازار اوراق بهادار اسلامی را می‌توان نتیجه منطقی این قبیل همکاریها دانست. از آنجایی که محور عملیات IDB و IIC بر مدار سرمایه‌گذاریهای مولد قرار دارد، اگر بتوان بازار اوراق بهادار اسلامی را به نحو مطلوبی سازماندهی کرد، وجود این بازارها می‌تواند کمک مفیدی برای رشد و توسعه، به ویژه در شرایط رکودی، رکود تورمی و سطح صفر یا منفی رشد در بسیاری از کشورهای کمتر توسعه‌یافته مسلمان به طور خاص و سایر کشورهای در حال توسعه IDB به طور عام باشد.

فصل نهم:

نتیجه گیری و توصیه های اساسی؛

دستوری برای عمل

۱. این مطالعه نشان می‌دهد که از دیدگاه شریعت، امکان ایجاد بازار اوراق بهادار اسلامی وجود دارد. این مطالعه روشن کرد که مفهوم اسلامی بیع از چندین جهت منحصر به فرد است. اصولی را که بر بیع السلم، بیع الموجل، دکترین خیارات، مبادله، معاوضه و حق شفعه حاکم است، می‌توان گسترش داد و در جهت توسعه ساختار بازار مالی اسلامی عملیاتی کرد.

بیع السلم می‌تواند مبنایی برای انتشار سهام توسط شرکتهای سرمایه‌گذاری اسلامی باشد و می‌تواند فعالیتهای مولد را ترغیب کند، فشاری روانی برای تولید و تداوم عرضه ایجاد کند و فعالیتهای سفته‌بازی را کاهش دهد. بیع الموجل می‌تواند مبنایی برای خرید اقساطی سهام در مبالغ اسمی کلان، پرداخت تأخیری سود سهام و غیره باشد. دکترین خیارات، چنانچه اصول آن به مورد اجراء گذاشته شود، ممکن است فعالیتهای سفته‌بازی را شامل شود. مفهوم مبادله اشیاء مشابه اهمیت شاخص بندی گواهیهای وامی را برمی‌انگیزد. اصل مراحه می‌تواند بر پایه ارزش افزوده مجاز باشد و مفهوم حق شفعه عنصر تداوم و ثبات را در فعالیتهای یک شرکت وارد می‌کند. همه این فرضیه‌ها را باید در عمل امتحان شود (فصل ۲).

۲. به منظور بهره جویی از تمام منافع بیع السلم، بر اساس موازین شریعت لازم است قیمت به طور کامل در یک قسط پرداخت شود. اما در

سایه فرآیند طولانی تولید در بخشهای نوین کشاورزی و صنعت، پرداخت کامل قیمت ممکن است هزینه های غیرضروری تولیدکننده را با توجه به آنکه نمی تواند از همه پول دریافتی فوراً استفاده کرد، افزایش دهد؛ بنابراین، لازم است مسئله سلسله ای از معاملات سلم به طور جدی بررسی شود.

۳. دکرین خیار، یا حق فسخ یکی از ویژگیهای ممتاز مفهوم اسلامی بیع است. حتی وقتی بیع صحیح و از موارد غیرشرعی پاک است، به طور مطلق برای طرفین معامله لازم الاجرا نیست. از خیار فسخ معامله در فاصله سه روز از زمان انعقاد بیع، می توان به طور برنامه ریزی شده به طور خاص در مورد سهامی که به شدت در معرض فعالیتهای سفته بازی است، یا در جایی که مردم احساس می کنند در معرض خطر دستکاری یا سایر سوءاستفاده های بازاری قرار دارند و ممکن است میزان سرمایه گذاری کاهش یابد، استفاده کرد. در عمل این دکرین نشان می دهد که لازم است مقرراتی مناسب برای آشکارسازی و اشاعه اطلاعات شرکتهایی که سهام و قرضه آنها در بازار معامله می شود، وضع شود تا از اشکال مختلف دستکاری بازاری جلوگیری شود و از منافع سهامداران اقلیت حمایت شود (فصل ۲ و ۶).

۴. باید امکان استفاده از مفهوم حق شفعه در بازارهای اوراق بهادار در تمام شرایط وجود داشته باشد. دانش اقتصادی حق شفعه در چارچوب بازارهای اوراق بهادار موجب ثبات و استمرار فعالیتهای یک بنگاه یا یک شرکت تجاری می شود. به کارگیری مفهوم حق شفعه فعالیتهای سفته بازی را کاهش می دهد و در نتیجه، مشکل نوسانات ناگهانی قیمتهای سهام تقلیل پیدا می کند؛ با این همه، نباید اجازه داد که این مفهوم به کنترل انحصاری صنعت منجر شود و بستر مالکیت فراگیر سهام را از بین ببرد.

لازم است اثرات مؤثر استفاده از حق شفعه به لحاظ شرعی بیشتر بررسی شود. (فصل ۶).

۵. خرید و فروش سهام/قرضه را می‌توان بر اساس اصل پرداخت تأخیری انجام داد، مشروط بر اینکه زمان پرداخت معلوم باشد؛ با این همه، بحران اخیری را که در بازار اوراق بهادار کویت به دلیل چکهای تاریخ گذشته رخ داد، می‌توان با مسئله پرداختهای تأخیری مرتبط دانست؛ بنابراین، از پرداخت تأخیری باید با احتیاط استفاده کرد؛ به طوری که به فعالیتهای سفته‌بازی نیانجامد (فصول ۲ و ۶).

۶. شریعت مبادله «مثل به مثل» به لحاظ وزن یا مقدار را اجازه می‌دهد. اما در آن «زیادی» نباید وجود داشته باشد. از این نتیجه می‌شود که قرارداد قرض باید همان مقداری که قرض داده شده است، بازپرداخت شود. در اسلام، پول کالا نیست، وسیله مبادله است (فصول ۲ و ۶).

۷. اگر شاخص بندی به عنوان یک اصل پذیرفته شود، این کار برای بازار اوراق بهادار اسلامی نتایج زیادی خواهد داشت؛ به این شکل که بانکهای اسلامی را قادر می‌سازد گواهیهای وامی متصل به شاخص منتشر کنند که چشم‌انداز فروش آن در شرایط تورمی خوب است. همچنین، این موجب خواهد شد بانکهای اسلامی طرحهایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب کنند که بازده آنها حداقل به اندازه تورم باشد. این کار نتایجی نیز در مورد درآمد و اشتغال دارد (فصول ۲ و ۶).

۸. وقتی بازارهای مالی اسلامی سازماندهی شود، تعیین دقیق نسبت سود و نحوه و مکان پرداخت سود سهام به سهامداران امری واجب است. این در انطباق کامل با مفهومی است که در شرع از بیع ارائه می‌شود. کنترل‌های متداول در مورد نرخ ارز و تبدیل ناپذیر بودن پولهای تقریباً تمام

کشورهای توسعه‌یافته مسلمان به همدیگر، نیاز به معرفی دینار اسلامی به عنوان مرجع پولی مشترک جهان اسلام را نشان می‌دهد (فصل ۲).

۹. تأثیر بازار اوراق بهادار اسلامی بر تخصیص منابع زمانی خود را نشان می‌دهد که تلاش مخصوصی برای فراهم آوردن امکان ارزشیابی انواع مختلف سهامهای رقابتی در قالب نهادهای مالی صورت پذیرد. دورنمای ظاهری سود یک شرکت ممکن است فریب‌دهنده باشد؛ چرا که ممکن است نقصهای بازاری ناشی از قدرت انحصاری، کنترل نرخ ارز، حمایت‌های تعرفه‌ای، ممنوعیتهای وارداتی و غیره آن را از حالت طبیعی خود خارج کند. ما به تحلیل مقایسه‌ای سیاستهای پولی، مالی و تجاری کشورهای عضو IDB نیاز داریم؛ به طوری که سرمایه‌گذاران آتی اطلاعات بهتری در مورد وضعیت اقتصاد هر یک از آنها داشته باشند. این کار نیازمند تحقیق بیشتر است.

۱۰. در شروع کار، ممکن است هزینه‌های جمع‌آوری اطلاعات در مورد رفتار مشارکتی کشورهای مسلمان یک مسئله جدی باشد. آنچه از دیدگاه اسلامی اهمیت حیاتی دارد اینکه اطلاعات مالی میان سرمایه‌گذاران کوچک و سرمایه‌گذاران مناطق یا کشورهای کمتر توسعه‌یافته انتشار پیدا کند، به طوری که انتقال سرمایه افزایش یابد و توزیع بهتری از درآمد به وجود آید. برای رسیدن به این هدف، دخالت بازاری به شکل معرفی سهام ترجیحی مناطق امری لازم است (فصل ۳).

۱۱. علی‌رغم دشوار بودن جمع‌آوری آمارهای اساسی مالی و اطلاعات مربوط به فرصتهای سرمایه‌گذاری در مورد کشورهای مسلمان کمتر توسعه‌یافته در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته نظیر ایالات متحده و انگلستان، چنانچه بازار اوراق بهادار سازماندهی شود، سرمایه‌گذاران قادر خواهند بود هزینه جمع‌آوری امکانات و هزینه‌های امکان‌سنجی

سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. شاید لازم باشد یک بنگاه مستقل بر دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات مربوط به سود سهام در گذشته، نرخ مورد انتظار سود و سایر اطلاعات مالی در مناطق مختلف داخل یا خارج کشور نظارت داشته باشد (فصل ۳).

۱۲. اصول عملیاتی بازارهای مالی اسلامی عبارت‌اند از:

الف. حذف ربا از تمام معاملات بازارهای مالی؛

ب. به کارگیری دکترین مسئولیت محدود؛

ج. توزیع عادلانه سود میان سهامداران؛ این به وضوح لزوم سهم‌بری بر اساس درصدی توافقی از سود و زیان بر حسب سهم سهامدار را نشان می‌دهد؛

د. فراهم آوردن زمینه برای مالکیت گسترده سهام و گواهیهای سرمایه‌گذاری با هدف توزیع بهتر درآمد (فصل ۳).

۱۳. بر پایه اصول مشارکت، مضاربه، قرض و سایر روشهای تأمین مالی، می‌توان انواع مختلفی از ابزارهای مالی (کوتاه‌مدت یا بلندمدت) را منتشر ساخت. مفهوم اسلامی بیع ما را قادر به ایجاد بازارهای ثانویه اوراق بهادار برای اوراق بهادار اسلامی می‌سازد (فصل ۳).

الف. قرارداد مشارکت همراه با افزایش، کاهش یا ثابت ماندن میزان مشارکت را می‌توان به صورت اوراق بهاداری درآورد که قابل خرید و فروش در بازار اوراق بهادار هستند.

ب. اگر لازم باشد، می‌توان به انتشار گواهیهای قرضه مبادرت کرد. در اقتصاد اسلامی بر اساس موازینی که شرع تعیین می‌کند، جا برای سازماندهی گواهیهای قرضه متصل به شاخص وجود دارد.

ج. تأمین مالی بر اساس مضاربه می‌تواند به طور درونزا زمینه‌ای برای ثبات سرمایه‌گذاری فراهم کند؛ این نوع تأمین مالی کمتر در معرض

سفته بازی قرار می‌گیرد و ثباتی که در نوسانات بازار در نتیجه این امر به وجود می‌آید، بر بازارهای اوراق بهادار تأثیر مستقیم دارد. با این نوع تأمین مالی، بازارهای مالی اسلامی قادر خواهند بود طیف وسیعی از انواع سهام و گواهیهای سرمایه‌گذاری را با ترکیب متغیری از سرمایه مالی و انسانی منتشر کنند.

د. همچنین، گفته می‌شود انتشار انواعی از اوراق تجاری بر اساس ترتیبات مباح و بیع السلم برای برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت محتمل است.

۱۴. در یک بازار مالی که به نحو مناسبی اداره می‌شود، برای سرمایه‌گذاران واقعی که علاقه‌مند به سود سهام یا منافع سرمایه‌ای هستند، جایگاه مشخصی وجود دارد. اگر به منافع سرمایه‌ای به صورت بخشی از توسعه سرمایه‌ای و رشدی که به دنبال آن در درآمد ملی ایجاد می‌شود، نگاه شود، از نظر اسلام دارای مشروعیت است؛ بنابراین، وقتی قیمت سهام توسط نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می‌شود، خرید و فروش اوراق بهادار نشان‌دهنده تغییر در مالکیت است. در این حالت سود و زیان جزئی طبیعی از مبادلات اقتصادی است و در اسلام مجاز است؛ اما وقتی سفته باز بر روی روند قیمت تأثیر می‌گذارد و چیزی را معامله می‌کند که وجود خارجی ندارد، یا در تملک حقیقی وی نیست، چنین عملی در اسلام مشروعیت ندارد؛ بنابراین، فرق واضحی میان منافع سفته‌بازی و منافع سرمایه‌ای وجود دارد.

نیاز زیادی به برنامه‌های اصلاحی و آموزشی در زمینه اخلاق تجاری وجود دارد که باید توسط بانکهای اسلامی به منظور تأمین منافع سرمایه‌گذاران و معامله‌گران واقعی و بالقوه برنامه‌ریزی شود (فصل ۴).

۱۵. فعالیتهای سفته‌بازان، پوشش دهندگان ریسک و معامله‌گران در بازارهای مختلف که به طوری به هم پیچیده و درهم تنیده با یکدیگر در ارتباط‌اند، نظیر و مانندی در اسلام ندارد. گرچه بنگاههای کارگزاری می‌تواند در بازارهای مالی اسلامی جایی داشته باشد، جایی برای گروههای یادشده در این بازارها وجود ندارد. تعریف نقش دقیق واسطه‌ها و کنترل نرخ کمیسیون آنها امری کاملاً ضروری است. بسیار مهم است بانکهای اسلامی اقداماتی را در جهت فراهم آوردن دستورالعمل اسلامی برای کسانی که در بازارهای مالی فعالیت می‌کنند، انجام دهند. همچنین، لازم است به طور مستمر از طریق یک سازماندهی درونی فعالیتهایی که در بازار اوراق بهادار اسلامی انجام می‌گیرد، توسط یک نهاد نظارتی نظارت و بازنگری شود (فصل ۴).

۱۶. بازار مالی اسلامی با ارزشهای اقتصادی در اسلام انطباق دارد. علی‌رغم اینکه انتشار سهام و درآمدهایی که به شکل سود سهام به دست می‌آید، کاملاً مجاز است، انتشار سایر اوراق بهادار نظیر سهام ترجیحی، اوراق قرضه بدون تاریخ، اوراق تجاری و غیره که معامله آنها به نوعی با نرخ بهره ثابت از پیش تعیین شده همراه است، نباید در بازارهای مالی اسلامی وجود داشته باشد. این بدان معنا نیست که در بازارهای مالی اسلامی جانشینی برای این ابزار وجود ندارد. گواهیهای مدت‌دار مشارکت بر پایه سهم‌بری را می‌توان جانشین تأمین مالی از طریق قرضه کرد. برای تأمین مالی فعالیتهای کوتاه‌مدت تجاری می‌توان از اوراق تجاری کوتاه‌مدت بر پایه اصول مباحه استفاده کرد. گرچه سرمایه‌گذاری در سهام ترجیحی به دلیل همراه بودن با نرخ بهره ثابت از پیش تعیین شده مجاز نیست؛ اما این بدان معنا نیست که امکان استفاده از مفهوم سهام

ترجیحی همراه با نرخ از پیش تعیین شده سود نیز در چارچوب بازار اوراق بهادار اسلامی میسور نیست (فصل ۵).

۱۷. به دلیل تشویق فعالیتهای سفته‌بازی و دستکاری ناصحیح قیمت‌های سهام، مجال محدودی برای خرید سهام به صورت نسبی، بازار سهام خارج از بورس (OTC) و بازار سهام اختیاری در چارچوب اسلامی وجود دارد. این بدان معنا نیست که خرید و فروش مشروع سهام و انواع گواهیها در اسلام مجاز نیست. سازماندهی بازار اوراق بهادار اسلامی برای توسعه سرمایه‌گذاری و گسترش مالکیت سهام ضروری است؛ اما با توجه به محدودیت دسترسی به اطلاعات صحیح، به نظر می‌رسد مجال وسیعی برای عملیات بازار سهام خارج از بورس (OTC) وجود ندارد. IDB می‌تواند امکاناتی را برای توسعه بازار OTC میان بانکهای اسلامی محلی ابداع کند و تدارک ببیند که در نهایت، باید توسط یک ارگان مستقل تحت نظارت و کنترل باشد؛ علاوه بر این، بدون وجود نظارت و اجرای شیوه‌های اسلامی تجارت توسط یک ارگان مستقل، عملیات بازار سهام اختیاری را نمی‌توان حداقل در فاصله زمانی شکل‌گیری اولیه بازارهای اوراق بهادار اسلامی توسعه داد (فصل ۵).

۱۸. برخی از مسائل و موارد کلیدی مورد بحث در بازار اوراق بهادار اسلامی عبارت‌اند از:

الف. شاخص‌گذاری؛

ب. توزیع جغرافیایی مالکیت سهام؛

ج. سود شرکتها و برنامه‌های تثبیت سود سهام؛

د. بنگاههایی که به طور خانوادگی اداره می‌شوند و نسبت سهام به بدهی؛

هـ. نبود شرکت‌های سهامی کشاورزی؛

و. محدود بودن و پراکنده بودن اطلاعات در بازار؛

ز. گواهیه‌ها / سهام دارای حق انتخاب؛

ح. حق شفعه در بازارهای اوراق بهادار؛

ط. گواهیه‌ها/ سهام مرتبط با پرداختهای تأخیری.

مسائل و موارد یادشده به هیچ وجه جنبه حصری ندارد. در برخی از موارد اختلاف نظر و در سایر موارد، مستندات خوبی وجود دارد.

۱۹. بانکهای اسلامی باید به انتشار اوراق مشارکت محلی با در نظر گرفتن سهمیه‌های منطقه‌ای همت کنند. این تأکید بر توزیع منطقه‌ای سهمیه‌ها موجب گسترش مالکیت سهام و در نتیجه، توزیع بهتر درآمد خواهد شد. اولویت دادن به مناطق و نواحی نسبتاً محروم و توسعه‌نیافته به بانکها کمک می‌کند طرحهای اقتصادی و اجتماعی واقع‌بینانه‌ای را انتخاب کنند. این کار را می‌توان با دادن امتیازات مالیاتی به سهامدارانی، که سهام مناطق فقیرتر را خریداری می‌کنند، انجام داد (فصل ۶).

۲۰. به نفع توسعه شرکت‌های سهامی کشاورزی و فعالیتهای صنعتی مبتنی بر کشاورزی باید سیاستهای آگاهانه‌ای اتخاذ شود و اختصاص دادن مقداری از سهام منتشرشده به کارگران محل و کشاورزان می‌تواند موجب انتشار گسترده‌تر مالکیت سهام شود. درست همان گونه که IDB به کمک بانکهای صنعتی محلی در کشورهای عضو کمتر توسعه‌یافته خطی از مشارکت را ایجاد کرده است، بانکهای کشاورزی کشورهای مسلمان نیز باید خطی از سهام روستایی را ایجاد کنند. می‌توان کنز کردن سستی طلا و نقره را از طریق سهام و قرضه با مشارکتی که به لحاظ اسلامی مطلوب است، جانشین کرد. علی‌رغم ضعف و کوچکی بخش صنعت، توجه دادن منابع مالی به سوی شرکت‌های تجاری و صنعتی داخلی از طریق انگیزه‌های مالیاتی یا از طریق سایر سیاست‌های مالی امری واجب و لازم است.

۲۱. یکی از عوامل محدودیت‌زا در توسعه بازارهای اوراق بهادار در کشورهای مسلمان، وجود بازارهای محدود متعدد و ناپیوسته در این کشورهاست. جریان عرضه و تقاضا در این بازارهای محدود و ناپیوسته منقطع است. دستکاری این بازارها نسبتاً آسان است که می‌تواند نوسانات قیمتی گسترده‌ای را ایجاد کند؛ در این صورت، لازم است تحقیقات گسترده‌ای در مورد ساختار بازاری، عملکرد مالی و تواناییهای بالقوه در کشورهای مسلمان عضو شروع شود. به توسعه بازارهای اوراق بهادار باید به عنوان بخشی از یک سیاست اقتصادی سازگار نگاه شود. توجه به اینکه آیا در کشورهای مسلمان همزمان با توسعه بازارهای اوراق بهادار، زیرساختهای اقتصادی و مالی مکمل نیز در حال گسترش است، امری مهم و ضروری است (فصل ۶).

۲۲. بر اساس تحلیل‌های ما در این کتاب روشن است در اغلب کشورهای اسلامی وقتی بنگاههایی که توسط افراد خانواده‌ای اداره می‌شوند، در ساختار سرمایه‌ای خود دارای نسبتی بالا از مشارکت نسبت به قرض هستند (وضعیتی که یک بنگاه می‌تواند به آسانی سهام جدید خود را بفروشد)، تمایل آنها برای قبول افرادی خارج از خانواده بسیار کم است. شکی نیست که این امر ناشی از عدم فهم درست از شیوه‌های تأمین مالی اسلامی است. اما وقتی در این بنگاهها نسبت مشارکت به بدهی پایین است، وضعیتی که سهام جدید را برای داوطلبان بالقوه بسیار پرخطر می‌کند، این بنگاهها تمایلی برای انتشار سهام جدید ندارند؛ چرا که دسترسی به منابع ارزان قیمت بانکی برای آنها مهیاست. ما نیازمند اصلاحات نهادی هستیم؛ به طوری که دسترسی به منابع ارزان بانکی برای قرض‌گیرندگان امکان نداشته باشد. همچنین، باید قوانین موجود محلی، سته‌ها، سیاستهای پولی و مالی، نظامهای انگیزشی و غیره را بررسی کنیم.

تحقیقات در این زمینه‌ها به منظور رسیدن به راه‌ها و روش‌هایی برای پیشبرد اصلاحات لازم باید آغاز شود.

۲۳. اساساً عرضه محدود اوراق بهادار بخش خصوصی در کشورهای مسلمان توسعه‌نیافته نه تنها ارتباطی با کوچکی اندازه ندارد بلکه با محدود بودن افق سرمایه‌گذاری فعالیتهای اقتصادی و نبود درک مناسب از مفهوم اسلامی سرمایه‌گذاری مرتبط است. شکی نیست تا زمانی که این بنگاه‌ها بتوانند از طریق انتشار سهام عمومی بر پایه تأمین مالی مشارکتی و مضاربه‌ای وجوه مالی مورد نیاز را تأمین کنند و میزان اوراق بخش خصوصی به حد مطلوبی برسد، زمانی دراز لازم است. تا رسیدن به این زمان، برای IDB و بانکهای اسلامی مطلوب است که با انتشار سهام و قرضه‌های عمومی به نفع بنگاههای کوچک وجوه مورد نیاز خود را به دست آورند و برای دولتها مطلوب است که قروض خود را فراتر از آنچه برای تأمین مالی بخش عمومی لازم است، افزایش دهند و بنگاههای محلی را به همکاری با بانکها در تأمین مالی مشارکتی ترغیب کنند (فصل ۶).

۲۴. علاوه بر اینکه به سازوکاری درونزا برای حمایت از درآمدهای سرمایه‌گذاران کوچک از طریق برنامه‌های تثبیت سود سهام احتیاج است، برای احقاق حقوق سهامداران نسبت به سودهای توزیع‌نشده نیز ایجاد صندوق ذخیره جبران خسارت ضروری است. ایجاد این نوع تسهیلات نتایج زیادی برای ایجاد بازارهای مالی اسلامی واقعی دارد. این کار می‌تواند مانع خوبی برای فعالیتهای سفته‌بازی نابه‌جا در بازارهای فعلی سهام باشد. این موضوع نیازمند بررسیهای بیشتر است (فصل ۶).

۲۵. جلوتر نشان دادیم که شرکتهای سرمایه‌گذاری اسلامی انتشار انواعی از اوراق بهادار نظیر اوراق قرضه مقارضه، گواهیهای مضاربه، گواهیهای قرض، قرضه همبستگی و سایر اوراق مالی را آغاز کرده‌اند.

گرچه این کار امر مهمی است، بررسی اقدامات سیاستی که موجب افزایش در میزان، گسترش و تنوع در فعالیتهای و ثمربخشی بازار اوراق بهادار اسلامی می‌شود، بدون وجود طرحهای سرمایه‌گذاری مناسب بی‌فایده است. تمرکزی که در حال حاضر، بر روی فعالیتهای تجاری کوتاه‌مدت وجود دارد، امری مهم است. اما مهم‌تر این است که ظرفیت برای فعالیتهای تولیدی بلندمدت توسعه یابد (فصل ۷).

۲۶. گفته می‌شود که نرخ بازده مورد انتظار اوراق بهادار باید بر اساس دیدگاه وسیع مسلمانان نسبت به موضوعات اقتصادی تنظیم شود. این دو جزء بسیار مهم دارد: بازده خالص پولی مورد انتظار (M) و میزان رضایت اخلاقی که به لحاظ اسلامی ایجاد می‌شود (S)؛ بنابراین، ابزارهای مالی دو هدف را دنبال می‌کنند: حداکثر کردن M و S . فرضیه ما این است که هر چه S بزرگ‌تر باشد، اوراق بهادار با ارزشهای سیاسی - اقتصادی تصریح‌شده در قرآن ارتباط بیشتری دارد؛ بنابراین، S می‌تواند بسته به هدفی که در تأمین منابع برای مردم بیان می‌شود، مثبت یا منفی باشد. به همین نحو، M به متغیرهایی نظیر سررسید، ریسک اعتباری و تبدیل پذیر بودن به داراییهای دیگر بستگی دارد. اینها نیروهایی هستند که بر روی عرضه و تقاضا برای اوراق بهادار و در نتیجه، تعیین پرتفو تأثیر دارد؛ برای نمونه، هر چه سررسید یک ورقه بهادار کوتاه‌تر باشد، تقاضا برای آن بیشتر است. هر چه تبدیل آن به داراییهای دیگر آسان‌تر باشد، تقاضا برای آن بیشتر است و برعکس. همچنین، تقاضا برای یک ورقه بهادار چنانچه بازده سایر داراییهای رقیب نسبت به بازده آن کاهش یابد، افزایش پیدا می‌کند و به همین ترتیب.

۲۷. علی‌رغم توسعه فراوان ابزارهای مالی اسلامی، ساختار فعلی بازار اوراق بهادار اسلامی با نبود تلاشهای هماهنگ برای تجهیز وجوه مواجه

است؛ همچنین، در این بازار سهام اسلامی تنوع کمی دارد و تعداد شرکت‌کنندگان محدود است. لازم است اقدامات سیاستی آگاهانه‌ای توسط IDB و سایر بانکهای اسلامی در جهت افزایش اندازه، دامنه و حجم فعالیتها انجام پذیرد؛ به طوری که بازار اوراق بهادار اسلامی بتواند در سمت و سوی سلاقی مختلف سرمایه‌گذاران سازماندهی شود. برای رسیدن به این هدف، فهرست زیر ده (۱۰) نوع از ابزارهای مالی جدید را که به هیچ وجه جنبهٔ حصری ندارد، پیشنهاد می‌کند (فصل ۷):

الف. گواهی قرض ساده؛

ب. گواهی قرض متصل به شاخص؛

ج. اوراق تجاری کوتاه‌مدت اسلامی؛

د. اوراق قرضه/ سهام/ گواهیهای سرمایه‌گذاری تلفیقی؛

هـ. گواهی سهم‌بری در سود؛

و. گواهی نرخ انتظاری سود سهام؛

ز. گواهی سهم‌بری در اجاره و گواهی نرخ انتظاری اجاره؛

ح. گواهی تعهد شراکت؛

ط. گواهی زکات؛

ی. گواهی سرمایه‌انسانی.

۲۸. علاوه بر تجهیز منابع مالی از طریق انتشار انواع سهام و گواهیهایی که در فهرست بالا از (الف) تا (ط) در مورد آن گفتگو شد، اوراق بهادار غیرمعمول دیگری که بانکهای اسلامی می‌توانند منتشر کنند، گواهی سرمایه‌انسانی است. ایدهٔ اصلی که این گواهی را تقویت می‌کند، اینکه ابتدا بانک باید زمینه لازم برای مهارتهای انسانی متناسب با منابع مالی مورد نیاز در یک طرح را فراهم کند. این فرآیند شناخت نیروی انسانی نیازمند مطالعهٔ عرضه و تقاضا برای نیروی انسانی متخصص در

سطوح خرد و کلان است. بانک یا شرکت سرمایه گذاری می تواند گواهی سرمایه انسانی را به نحوی صادر کند که دسترسی به نیروی تخصصی ماهر برای اجرای طرحهای سرمایه گذاری امکان پذیر شود. این گواهیها را در صورت احراز دو شرط زیر می توان در بازار باز فروخت: اول. خریداران این گواهی باید تمایل به اجرای طرح بر پایه مشارکت داشته باشند؛ دوم. منابع مالی لازم برای انجام طرح باید در اختیار آنها قرار گیرد. دارندگان این گواهیها بخشی از حقوق خود را به صورت پول دریافت می کنند و مابقی به شکل سود سهام پرداخت می شود. بانک به این شکل می تواند قرارداد اسلامی مضاربه را منعقد کند. مزیت اصلی این گواهی این است که هزینه عملیاتی اولیه طرح با توجه به پس اندازهای اجباری که در پرداخت بخشی از حقوق به شکل سود سهام به وجود می آید، کمتر می شود. به علاوه، احساس تعلق خاطر به کار انسجام گروهی را نیز تقویت می کند و در نتیجه، موجب رشد بخش خصوصی می شود. اهمیت گواهیهای سرمایه انسانی را از حیث روان شناسی نباید دست کم گرفت. این موضوع به بررسی بیشتر نیاز دارد.

۲۹. نتیجه مهمی که از معرفی انواع ابزارهای مالی پیش گفته به دست می آید، این است که راهبردهای عملی فعلی در بانکهای اسلامی نیازمند تغییرات ساختاری است. این تغییر ساختاری شامل کنترل و نظارت بیشتر بر برخی از فعالیتهای و در برخی دیگر، تعیین یک نماینده دائمی در شورا یا هیئت مدیره شرکتهاست. همچنین، لازم است کارمندانی محلی برای نظارت بر چگونگی پیشرفت طرحها استخدام شوند و مواردی دیگر. به لحاظ سازمانی، این به معنای کسب اقتدار و نیروی بیشتر است. بالاتر از همه، این کار نیازمند اطلاعات و تجربه زیاد نسبت به شرایط محلی شامل

تشخیص مشکلات محلی و استعدادهای انسانی و وضعیت بازار است (فصل ۷).

۳۰. سرانجام، تأسیس IDB، بانکهای اسلامی و IIC در دهه ۱۹۷۰م. واقعه مهمی در زمان ماست. اما تاکنون عملیات بانکهای اسلامی در عمل معطوف به شکل خاصی از فعالیتها در زمینه خرید و فروش منازل مسکونی و در راستای فعالیت بانکهای تجاری بوده است. با این همه، تمایلات بلندمدت IDB نشان می‌دهد که IDB باید از موقعیت فیزیکی بانکهای اسلامی محلی و IIC در کشورهای مختلف به نحوی استفاده کند که آنها بتوانند در زمینه تبادل اطلاعات مالی، تجاری و توسعه‌ای همکاری کنند. تأسیس بازار اوراق بهادار اسلامی را باید نتیجه منطقی این نوع همکاری دانست که می‌تواند کمک مفیدی برای رشد و توسعه اقتصادی، به ویژه در وضعیت رکودی، رکود تورمی و نرخ رشد صفر یا منفی کشورهای مسلمان کمتر توسعه‌یافته یا در حال توسعه باشد (فصل ۸).

نشانه‌ها و علائم اختصاری

- IDB: بانک توسعه اسلامی
IFM: بازارهای مالی اسلامی
IIC: شرکت سرمایه‌گذاری اسلامی
ISM: بازارهای اوراق بهادار اسلامی
OECD: سازمان همکاری و توسعه اقتصادی
OTC: بازارهای خارج از بورس
PCII: شورای شریعت اسلامی پاکستان
PTC: گواهی دال بر مشارکت

سایر نشانه‌ها

یک دینار اسلامی (ID) معادل یک SDR (حق برداشت مخصوص در IMF) است؛ یک ID = ۱/۲۳ دلار آمریکا (به طور تقریبی). مقصود از دلار واحد پول ایالات متحده آمریکاست، مگر آنکه به شکل دیگری تصریح شود. همه ارجاعات به قرآن و احادیث از ترجمه انگلیسی منابع معتبر عربی برداشته شده است (رک. کتابنامه).

- Al Qur'an.
- Ahadith: Abdullah Yusuf Ali's translation of the Holy Qur'an and Ahadith are reproduced from the following sources: A Manual of Hadith by Maulana Mohammad Ali (1978). published by Curzon Press, Humanities Press, U.K. ; Sahih Muslim (four volumes) by Imam Muslim, rendered into English by Abdul Hamid Siddiqi (1976); Mishkat Al-Masabih, (two volumes) English translation by Dr. James Robson, (1975), published by Sh. Mohammad Ashraf, Lahor, Pakistan; and the translation of the Meaning of Sahih Bukhari (Arabic – English) by Dr. Muhammad Muhsin Khan (1979), Kazi Publications, Lahore, Pakistan.
- Mannan, M.A. (1981). "Indexation in an Islamic Economy: Problems and Prospects". in **The Journal of Development Studies**. Vol. NWFP Agricultural University, Pakistan.
- Id. (1970). **Islamic Economic: Theory and Practice**. Ashraf publication, Lahour, Pakistan.
- Alexander, S.S., (1969). **Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks in Th Random Character of the Stock Market Prices**. Paul L.Cootner (ed.). MIT Press, Cambridge, U.S.A.
- Auerback, R.D. (1982). **Money, Banking and Financial Markets**. Macmillan, New York, U.S.A.

- Bachelier, L. , (1969). **Theory of Speculation in The Random Character of the Stock Market Prices.** Paul L. Cootner (ed.), MIT Press, Cambridge, U.S.A.
- Baillie Neil, B.E. (1980). **A Digest of Moohummudan Law.** Part One and Two. Premier Book House, Lahore, Pakistan.
- Beleveal, L. (1967). **Commodity Speculation with Profits in Mind.** Commodities Press, Wilmette, Illinois, U.S.A.
- Chandler, L.V., (1973). **The Economics of Money and Banking.** 6th edition, Harper International, New York, U.S.A.
- Drake, P.J. (1973). **Money, Finance and Development.** Martin Robertson, Oxford, U.K.
- Dar al Maal al-Islami (1980). **Founders Covenant and Call to Ummat Al-Islam.** N.D.
- Hamilton, C. (1982). **The Hedaya** (translated from Arabic), Premier Book House. Lahore, Pakistan.
- Hughes, T.P. (1980). **Dictionary of Islam.** Premier Book House. Lahore, Pakistan.
- Ibn-Taymiya (1982). **Public Duties in Islam.** The Institution of Hisba, translated by Muhtar Holland, The Islamic Foundation, Leicester, U.K.
- IDB (1981). **Sixth Annual Report.** Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia.
- Kendali, M.G. (1963). "The Analysis of Economic Time Series" - Part 1 Prices, in **Journal of the Royal Statistical Society** (series A). Vol. 96.

- Klein, J.J. (1978). **Money and the Economy**. 4th edition. Harcourt, New York, U.S.A.
- Maniatis, G.C. (1971). "Reliability of the Equity Market to Finance Individual Development in Greece", in **Economic Development and Cultural Change**. (July), Chicago, U.S.A.
- McConnell, C.R. (1972). **Economics**. 5th edition, McGraw-Hill, U.S.A.
- Mohsin, M. (1982). **Assesment of Corporate Securities in Terms of Islamic Investment Requirement**. International Centre for Research in Islamic Economics. English Series, No. 16, King Abdulaziz University, Jeddah, Saudi Arabia.
- El-Najjar, A.A. (1980). **One Hundred Questions and One Hundred Answers Concerning Islamic Banks**. International Association of Islamic banks, Cairo, Egypt.
- Naqvi, NH (1978). "Ethical Foundation of Islamic, Economics", in **Islamic Studies**. vol.xv 11 no. Islamabad, Pakistan .
- Udovitch, A.L. (1970). **Partnership and Profit in Medieval Islam**. Princeton University Press, New Jersey, U.S.A.
- Wai, U. , Patrick, H. (1973). "Stock and Bond Issues and Capital Markets in Less Ddeveloped Countries", **international Monetary Fund**. Staff Papers, Washington D.C. , U.S.A.
- Liaul Hague (1977). **Land List and Peasant in Early Islam Islamic Research**. Institute Islamabad, Pakistan.

- Zarqa, A. (1980): "Islamic Economics: An Approach to Human Welfare" in **Studies in Islamic Economic**, (ed.) by K. Ahmad, (ed.), International Centre for Research in Islamic Economic , King Abdulziz University, Jeddah, Saudi Arabia.
- Id. (1982): Arab News, October 26, 1982, Jeddah, Saudi Arabia.

