

# بسم الله الرحمن الرحيم



دانشگاه اصفهان

دانشکده اهل بیت علیهم السلام

گروه فرهنگ و تمدن اسلامی

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته ی علوم حدیث گرایش اقتصاد اسلامی

**تحلیل ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی (مطالعه**

**تطبیقی آراء اندیشمندان اسلامی)**

استادان راهنما:

دکتر حجت الله عبدالملکی

دکتر کریم آذربایجانی

پژوهشگر:

سمیرا موحدی پور

مهر ماه ۱۳۹۲

کلیه حقوق مادی و معنوی مترتب بر دست آوردهای مطالعات،  
ابتکارات و نوآوری های ناشی از پژوهش موضوع این پایان نامه  
متعلق به دانشگاه اصفهان است. دانشجو موظف به رعایت آئین  
نامه و منشور اخلاق در پژوهش برای ارائه و یا چاپ مطالب  
مستخرج از پایان نامه خود می باشد.



دانشگاه اصفهان

دانشکده اهل بیت علیهم السلام

گروه فرهنگ و تمدن اسلامی

## پایان نامه کارشناسی ارشد رشته ی علوم حدیث گرایش اقتصاد اسلامی

خانم سمیرا موحدی پور تحت عنوان

تحلیل ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در  
اقتصاد اسلامی (مطالعه تطبیقی آراء اندیشمندان  
اسلامی)

در تاریخ ..... توسط هیأت داوران زیر بررسی و با درجه ..... به تصویب نهایی رسید.

۱- استادان راهنمای پایان نامه دکتر ..... با مرتبه ی علمی ..... امضاء

دکتر ..... و ..... با مرتبه ی علمی ..... امضاء

۲- استاد داور داخل گروه دکتر ..... با مرتبه ی علمی ..... امضاء

۳- استاد داور خارج گروه دکتر ..... با مرتبه ی علمی ..... امضاء

امضای مدیر گروه

سپاس خدای را که سخنوران، در ستودن او بمانند و شمارندگان، شمردن نعمت های او ندانند و کوشندگان، حق او را گزاردن نتوانند. و سلام و درود بر محمد و خاندان پاک او، طاهران معصوم، هم آنان که وجودمان وامدار وجودشان است؛ و نفرین پیوسته بر دشمنان ایشان تا روز رستاخیز...

بدون شک جایگاه و منزلت معلم، اجلّ از آن است که در مقام قدردانی از زحمات بی شائبه ی او، با زبان قاصر و دست ناتوان، چیزی بنگاریم. اما از آنجایی که تجلیل از معلم، سپاس از انسانی است که هدف و غایت آفرینش را تأمین می کند و سلامت امانت هایی را که به دستش سپرده اند، تضمین؛ بر حسب وظیفه و از باب "من لم یشکر المنعم من المخلوقین لم یشکر الله عزّوجلّ" از پدر و مادر عزیزم این دو معلم بزرگوارم که همواره بر کوتاهی و درستی من، قلم عفو کشیده و کریمانه از کنار غفلت هایم گذشته اند و در تمام عرصه های زندگی یار و یآوری بی چشم داشت برای من بوده اند؛ از استاد با کمالات و شایسته؛ جناب آقای دکتر حجت الله عبدالملکی که در کمال سعه صدر، با حسن خلق و فروتنی، از هیچ کمکی در این عرصه بر من دریغ ننمودند و بدون مساعدت ایشان، این پروژه به نتیجه مطلوب نمی رسید و زحمت راهنمایی این رساله را بر عهده گرفتند؛ و از استاد فرزانه و دلسوز؛ جناب آقای دکتر کریم آدریاجانی که در محضر پرفیض تدریس شان، بهره ها برده ام؛ ایشان نیز زحمت راهنمایی این رساله را متقبل شدند؛ کمال تشکر و قدردانی را دارم.

باشد که این خردترین، بخشی از زحمات آنان را سپاس گوید.

و با امتنان بیکران از مساعدت های بی شائبه ی بردار بزرگوار جناب آقای سید محسن صدری مسئول دفتر ریاست محترم دانشکده.

و با تشکر خالصانه خدمت همه کسانی که به نوعی مرا در به انجام رساندن این مهم یاری نموده اند.

تقدیم به پیشگاه:

صاحب عصر و زمان، حضرت بقیه الله الاعظم عجل الله تعالی فرجه شریف

السلام علیک یا ابی‌صالح المهدی (عج)

و تقدیم به خدا:

به شکرانه ی چنین پدر و مادری

## چکیده:

بازارهای مالی بویژه بازار سرمایه، نقش مهمی در هدایت پس اندازهای مردمی به سوی واحدهای مفید و مولد اقتصادی ایفا می کنند. محصولات مالی متنوعی در بازار سرمایه مبادله می شوند، شامل: انواع اوراق قرضه، سهام عادی، انواع سهام ممتاز، ابزارهای مشتقه شامل: پیمان آتی، قرارداد آتی، اوراق اختیار معامله، معاوضات و ... . این ابزارها در تأمین مالی طرح های اقتصادی و تولیدی برای ناشران اوراق (تولیدکنندگان و عرضه کنندگان محصولات) و برای خریداران اوراق (پس اندازکنندگان و صاحبان مازاد وجوه) در جهت سرمایه گذاری مناسب و بهینه نقش مهمی ایفا می کنند. هدف از پژوهش حاضر، تحلیل ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی می باشد، برای وصول به این هدف؛ با روش توصیفی - تحلیلی و روش تحلیل محتوا، پس از پرداختن به معرفی و بررسی عملیات و ابزارهای مالی بازار سرمایه متعارف، عملیات بازارهای سرمایه اسلامی با مروری بر تجربیات کشورها و معرفی محصولات متداول در آن بررسی شد. سپس با استفاده از روش مطالعه تطبیقی آراء اندیشمندان اسلامی، به بررسی ماهیت محصولات بازار سرمایه متعارف و اسلامی از لحاظ مشروعیت و عدم مشروعیت بطور مفصل و به تفکیک هر محصول مالی پرداخته شد. در فصل پایانی، به مبنای اختلاف نظرات درباره مشروعیت محصولات بازار سرمایه از دیدگاه صاحب نظران پرداخته شده و نتایج در جداولی ارائه شده است. این پژوهش به روش کتابخانه ای انجام شده است.

درباره نتایج حاصل از تحقیق می توان گفت: هر نظریه ای که در حوزه های مختلف بویژه در بحث اقتصاد ارائه می شود ریشه در نوع جهان بینی نظریه پرداز دارد. بطور خلاصه می توان گفت بطور معمول موافقان انتشار ابزارهای مالی متعارف، به حجیت الگوهای اقتصاد متعارف در طراحی این ابزارها مثل: قرارداد آتی، اوراق اختیار معامله و ... اعتقاد دارند و به دلیل ضرورت وجود این ابزارها در اقتصاد استفاده از آن ها را مجاز دانسته اند. مخالفان نیز، معمولاً به دلیل اشکالات وارده به لحاظ موضوع شناسی از جمله: مصداق ربا، غرر، قمار و ... بودن برخی ابزارها و عدم حجیت الگوهای اقتصاد متعارف و اعتقاد به اصالت محدودیت عمل و عدم آزادی عمل برای مکلفین در معاملات اقتصادی استفاده از برخی ابزارهای مالی را جایز ندانسته اند. در ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) نیز، بیشتر موافقان با اعتقاد به به اصالت آزادی عمل برای مکلفین در معاملات اقتصادی و مدخلیت نیازهای انسانی به تأسیس قراردادهای جدید و ... با انتشار اکثر اوراق صکوک موافق بودند. اما برخی به دلیل اشکالات موضوع شناسی مثل: وجود ربا در برخی اوراق مانند اوراق قرض الحسنه با جایزه و تورق، استفاده از آن ها را مجاز نمی دانند. به طور کلی کسانی که با محصولات بازار سرمایه اسلامی موافقند در آنجا که اهداف انسانی مخالف نظر شارع نیست به اصالت آزادی عمل برای مکلفین در معاملات اقتصادی معتقدند و در جایی که اهداف انسانی در طراحی ابزارها خلاف نظر شارع می باشد به اصالت محدودیت عمل و عدم آزادی عمل مکلفین در معاملات اقتصادی باور دارند و معتقدند انسان ها برای رفع نیازهای اقتصادی خود از طرق شرعی نیازمند تأسیس قراردادهای جدید مطابق اصول شرع هستند.

**کلمات کلیدی: بازار سرمایه، بازار اولیه، بازار ثانویه، سهام، ابزارهای مشتقه، صکوک.**

## فهرست اشکال

عنوان	صفحه
شکل ۱-۲: کارکردهای بازار سرمایه .....	۱۵
شکل ۲-۲: معرفی بازیگران بازار سرمایه .....	۲۲
شکل ۳-۲: انگیزه های عرضه کنندگان در بازار سرمایه .....	۲۳
شکل ۴-۲: انگیزه های تقاضاکنندگان محصولات در بازار سرمایه .....	۲۴
شکل ۱-۳: فرآیند تحلیل محتوای متون نوشته شده .....	۶۴
شکل ۱-۴: تحلیل ماهیت فقهی و مشروعیت انواع سهام ممتاز .....	۹۰
شکل ۲-۴: ماهیت فقهی و تحلیل مشروعیت انواع سهام ممتاز .....	۹۱
شکل ۳-۴: ماهیت فقهی سهام عادی از دیدگاه فقها .....	۹۳
شکل ۴-۴: ماهیت فقهی انواع اوراق قرضه .....	۹۵
شکل ۵-۴: راه حل های جایگزین برای اوراق اختیار معامله .....	۱۰۹
شکل ۶-۴: راه های تصحیح اوراق اختیار معامله .....	۱۱۱
شکل ۷-۴: ماهیت فقهی اختیار معامله بر روی اوراق بهادار .....	۱۱۳
شکل ۹-۴: راه حل جایگزین برای استفاده از فروش استقراضی سهام .....	۱۱۸
شکل ۱۰-۴: ادله موافقان و مخالفان درباره ماهیت فقهی معاوضات .....	۱۲۰
شکل ۱۱-۴: ماهیت فقهی اوراق سلم در بازارهای اولیه و ثانویه و راهکار برای حل مشکل صکوک	
سلف .....	۱۳۷
شکل ۸-۴: ماهیت فقهی قرارداد آتی شاخص سهام .....	۱۱۵



## فهرست جداول

صفحه	عنوان
۳۳	جدول ۱-۲: نمایی از تحولات بازار سرمایه اسلامی از آغاز تا سال ۲۰۱۳
۳۶	جدول ۲-۲: اوراق بهادار مطابق با شریعت در بورس مالزی
۴۵	جدول ۳-۲: محصولات متداول در بازارهای سرمایه اسلامی
۳۷	جدول ۴-۲: صکوک شرکتی مصوب (تأیید شده)
۳۷	جدول ۵-۲: صکوک شرکتی و دولتی منتشره
۹۸	جدول ۱-۴: ادله مخالفان درباره ماهیت فقهی قرارداد آتی
۹۹	جدول ۲-۴: صحت معاملات قرارداد آتی در بازار اولیه از نظر فقهی
۱۰۱	جدول ۳-۴: ادله موافقان و مخالفان درباره تصحیح قراردادهای آتی
۱۰۵	جدول ۴-۴: ادله مخالفان درباره ماهیت فقهی اوراق اختیار معامله
۱۰۷	جدول ۵-۴: ادله موافقان درباره ماهیت فقهی اوراق اختیار معامله
۱۱۴	جدول ۶-۴: ادله مخالفان درباره قرارداد آتی شاخص سهام
۱۱۷	جدول ۷-۴: احتمالات درباره فروش استقراضی سهام
۱۳۸	جدول ۸-۴: ماهیت فقهی اوراق مرابحه از نظر فقه شیعه و اهل سنت
۱۴۸	جدول ۹-۴: بررسی مبنای اختلاف نظرات درباره محصولات بازار سرمایه اسلامی

## فهرست نمودارها

صفحه	عنوان
۳۰ .....	نمودار ۱-۲ : میزان انتشار صکوک در سطح بین المللی از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۲ .....
۳۱ .....	نمودار ۲-۲: میزان انتشار صکوک در سطح بین المللی توسط کشورهای مختلف .....

## فهرست مطالب

عنوان .....	صفحه .....
فصل اول: کلیات .....	۱
۱-۱. مقدمه .....	۱
۳-۱. سؤالات تحقیق .....	۴
۳-۱. اهمیت مسأله .....	۴
۴-۱. اهداف تحقیق .....	۵
۵-۱. روش تحقیق .....	۵
۶-۱. پیشینه تحقیق .....	۵
۷-۱. مفاهیم کلیدی .....	۶
فصل دوم: مروری بر ادبیات موضوع .....	۱۰
۱-۲. مقدمه .....	۱۰
۲-۲. بخش اول: مروری بر مبانی و عملیات بازار سرمایه در ادبیات اقتصادی متعارف .....	۱۱
۱-۲-۲. مفهوم و تعریف بازار سرمایه .....	۱۱
۲-۲-۲. کارکردهای بازار سرمایه .....	۱۱
۱-۲-۲-۲. اثرات خرد بازار سرمایه .....	۱۱
۲-۲-۲-۲. اثرات کلان بازار سرمایه .....	۱۳
۳-۲-۲. تقسیم بندی انواع بازار سرمایه .....	۱۵
۱-۳-۲-۲. بازار اولیه .....	۱۵
۲-۳-۲-۲. بازار ثانویه .....	۱۶
۴-۲-۲. ابزارها و محصولات بازار سرمایه .....	۱۶

عنوان .....	صفحه
۱-۴-۲-۲. اوراق قرضه .....	۱۶
۲-۴-۲-۲. سهام .....	۱۷
۳-۴-۲-۲. اوراق مشتقه .....	۱۹
۵-۲-۲. بازیگران بازار سرمایه .....	۲۱
۱-۵-۲-۲. عرضه کنندگان محصولات .....	۲۲
۲-۵-۲-۲. تقاضا کنندگان محصولات .....	۲۴
۳-۵-۲-۲. نهادهای خدمات رسانی .....	۲۵
۳-۲. بخش دوم: عملیات بازار سرمایه اسلامی: مروری بر تجربیات کشورها .....	۲۸
۱-۳-۲. تاریخچه عملیات بازارهای سرمایه اسلامی .....	۲۸
۲-۳-۲. محصولات متداول در بازارهای سرمایه اسلامی .....	۳۳
۳-۳-۲. مروری بر عملیات در بازارهای سرمایه اسلامی .....	۳۳
۱-۳-۳-۲. بازار سرمایه مالزی .....	۳۴
۲-۳-۳-۲. بازار سرمایه ایران .....	۳۹
۳-۳-۳-۲. بازار سرمایه بحرین .....	۴۲
۴-۳-۳-۲. بازار سرمایه پاکستان .....	۴۴
۴-۳-۲. خدمات مالی در بازارهای سرمایه اسلامی .....	۴۵
۱-۴-۳-۲. صندوق های سرمایه گذاری اسلامی .....	۴۵
۶-۴-۳-۲. صندوق های کالا .....	۴۶
۷-۴-۳-۲. صندوق سرمایه گذاری اجاره .....	۴۶
۸-۴-۳-۲. صندوق های دارایی و املاک .....	۴۶
۹-۴-۳-۲. خدمات کارگزاری اسلامی .....	۴۷
۱۰-۴-۳-۲. مدیریت ریسک اسلامی .....	۴۷

عنوان .....	صفحه
فصل سوم: روش پژوهش .....	58
فصل چهارم: تجزیه و تحلیل یافته ها .....	۶۹
۴-۱. مقدمه .....	۶۹
۴-۲. بخش اول: عملیات بازار سرمایه اسلامی: اختلاف نظرهای اندیشمندان اسلامی .....	۷۰
۴-۲-۱. عملیات بازار سرمایه متعارف: اختلاف نظرها در مشروعیت .....	۷۰
۴-۲-۱-۱. عملیات بازار اولیه و ثانویه .....	۷۰
۴-۲-۱-۲. عملیات بازارهای سوّم و چهارم .....	۷۳
۴-۲-۲. عملیات اسلامی بازار سرمایه: مولفه های اصلی .....	۷۴
۴-۲-۲-۱. ضوابط عمومی حاکم بر معاملات بازار سرمایه از دیدگاه فقه اسلامی .....	۷۵
۴-۳. بخش دوم: محصولات بازار سرمایه اسلامی: اختلاف نظرهای اندیشمندان اسلامی .....	۸۸
۴-۳-۱. محصولات بازار سرمایه در اقتصاد متعارف: اختلاف نظرها در مشروعیت .....	۸۸
۴-۳-۱-۱. ماهیت فقهی و تحلیل مشروعیت سهام ممتاز .....	۸۸
۴-۳-۱-۲. ماهیت فقهی و تحلیل مشروعیت سهام عادی .....	۹۱
۴-۳-۱-۳. ماهیت فقهی و تحلیل مشروعیت اوراق قرضه .....	۹۳
۴-۳-۱-۴. ماهیت فقهی اوراق مشتقه .....	۹۵
۴-۴-۱. محصولات جدید در بازار سرمایه اسلامی .....	۱۲۲
۴-۴-۲. قراردادهای پایه در نظام مالی اسلامی .....	۱۲۲
۴-۴-۳. معرفی صکوک .....	۱۲۶
۴-۴-۳-۱. اختلاف نظرها در ابزار صکوک .....	۱۳۴
۴-۵-۱. مروری بر اختلاف نظرها در عملیات و محصولات بازار سرمایه اسلامی .....	۱۴۴
۴-۵-۱-۱. مشروعیت ابزارهای مالی متعارف .....	۱۴۴
۴-۵-۱-۲. مشروعیت ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) .....	۱۴۶

عنوان .....	صفحه .....
۲-۵-۴. بررسی ریشه های اختلاف نظرها در بازار سرمایه اسلامی.....	۱۵۹
۱-۲-۵-۴. مبنای اختلاف در ابزارهای مالی متعارف.....	۱۵۹
۲-۲-۵-۴. مبنای اختلاف در ابزارهای مالی اسلامی(صکوک).....	۱۶۱
۳-۵-۴. جمع بندی.....	۱۶۳
فصل پنجم: جمع بندی و نتیجه گیری .....	
۱-۵. خلاصه تحقیق .....	۱۶۴
۲-۵. یافته های تحقیق .....	۱۶۶
۳-۵. پیشنهادات تحقیق .....	۱۶۸
منابع و مأخذ .....	۱۷۰

## فصل اول: کلیات

### ۱-۱. مقدمه

بازار مالی، بازاری است که در آن اوراق قرضه، سهام و ... خرید و فروش می شوند. اهمیت بازارهای مالی و نهادها و ابزارهای آن در رشد و توسعه اقتصادی جوامع بر کسی پوشیده نیست. هر یک از انواع بازارهای مالی برای تأمین نیازهای خاص مشارکت کنندگان در آن بازار ایجاد شده است. برخی مشارکت کنندگان قصد سرمایه گذاری در جریان وجوه کوتاه مدت و برخی قصد سرمایه گذاری در جریان وجوه بلند مدت دارند. همچنین از نظر ترجیحات ریسکی مشارکت کنندگان در بازارهای مالی شامل افراد ریسک پذیر، ریسک گریز و دارای ترجیحات ریسکی متعارف و معمول می شوند. انواع بازارهای مالی، شامل بازار پول و سرمایه برای پاسخگویی به این نیازها ایجاد شده اند.

بازار پول، محلی برای سرمایه گذاری در جریان وجوه کوتاه مدت (اوراق بهاداری با سررسید کمتر از یکسال در آن مبادله می شوند) است. بازار سرمایه، بازاری است که اوراق بهادار با سررسید بیش از یکسال در آن مبادله می شوند. این بازارها، شامل بازارهای اولیه، ثانویه و بازارهای سوم و چهارم می باشد. اوراق بهادار در بازار اولیه برای اولین بار خرید و فروش می شوند و معاملات بعدی در بازارهای ثانویه انجام می شود. بازارهای سوم و چهارم در مواقع تعطیلی بورس به سرمایه گذاران خدمات ارائه می دهند. در بازار سرمایه انواع محصولات مالی شامل: اوراق قرضه، سهام عادی و ممتاز و ابزارهای مشتقه مبادله می شوند. این ابزارها بر مبنای نظام سرمایه داری طراحی شده اند و مبتنی بر نرخ بهره از پیش تعیین شده است. بنابراین بدلیل ممنوعیت بهره و ربا در اقتصاد اسلامی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) که برپایه عقود شرعی طراحی شده اند از نوآوری های دهه اخیر می باشند. بررسی ها در بازارهای سرمایه اسلامی حاکی از پیشرفت روزافزون این بازارهاست. استفاده از ابزارهای مالی اسلامی و خدمات مالی اسلامی که در بازارهای سرمایه اسلامی ارائه می شوند در سال های اخیر در بازارهای سرمایه متعارف نیز گسترش یافته است. عملیات بازارهای سرمایه اسلامی و ابزارهای مالی آن مطابق موازین شریعت بنا شده است در این بازارها به دلیل شفافیت اطلاعات و دسترسی همگانی به اطلاعات صحیح، محدودیت عمل سفته بازان و رعایت عدالت و اخلاق اسلامی و اقتصادی و ... موجب کاهش ضررهای احتمالی برای سرمایه گذاران و تشویق صاحبان مازاد وجوه

به سرمایه گذاری در این بازارها شده است. بنابراین، بدلیل اهمیت بازارهای مالی و بویژه بازار سرمایه در هدایت پس اندازهای مردمی به سوی واحدهای مفید و مولد اقتصادی و تأثیر شگرف بازار سرمایه در توسعه و رشد اقتصادی، تخصیص و تجهیز بهینه منابع و ...، همچنین با توجه به اینکه نزدیک به ربع جمعیت جهان را مسلمانان تشکیل می دهند و سرمایه گذاران مسلمان تمایل دارند در بازارهای اسلامی و ابزارهای مالی اسلامی سرمایه گذاری کنند، بررسی مشروعیت عملیات بازارهای سرمایه و مشروعیت ابزارهای مالی که در بازار سرمایه متعارف و اسلامی انجام می شوند، اهمیت بسزایی دارد.

هدف از پژوهش حاضر، تحلیل ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی می باشد. این پژوهش با مطالعه تطبیقی آراء اندیشمندان اسلامی انجام شده است.

## ۱-۲. طرح مسأله تحقیق

بازار سرمایه محلی است که منابع پولی و مالی جامعه در آن استفاده می شود بنابراین استفاده بهینه از این منابع حائز اهمیت است زیرا داد و ستد هایی که در خرید و فروش سهام و اوراق مشارکت و ... در بازار سرمایه انجام می شود در فعالیت های تجاری و تولیدی و در نهایت در اقتصاد جامعه بسیار تأثیرگذار است. بازارهای سرمایه از بازارهای اوراق بهادار دست اول (اولیه) و بازارهای اوراق بهادار دست دوم (ثانویه) تشکیل می گردد. بازار اوراق بهادار اولیه جایی است که شرکت می تواند در آن جا داراییهای مالی خود را با منابع مالی بلند مدت مبادله کند.

در بازار سرمایه صدها بانک سرمایه گذاری فعالیت می کنند تا بازار اولیه بتواند نقش خود را به نحو احسن ایفا کند. این مؤسسات مالی به شرکت ها کمک می کنند تا آسانتر اوراق بهادار منتشره خود را در بازار به فروش برسانند. بازارهای ثانویه شامل آن بخش از بازار سرمایه می شود که در آن اوراق بهاداری که قبلاً به بازار عرضه شده اند معامله و خرید و فروش می شوند، شرکت ها در این بازارها تأمین مالی جدید نمی کنند. بازارهای ثانویه شامل بازارهای سازمان یافته به شکل بورس و بازارهای خارج از بورس است (نوو، ج ۲، ۱۳۸۵، ص ۱۶۴).

ابزارهای مالی مختلفی در این بازارها مبادله می شوند مانند: اوراق قرضه، انواع سهام عادی و ممتاز و انواع اوراق مشتقه شامل: قرارداد آتی، پیمان آتی، اوراق اختیار معامله، قرارداد آتی شاخص سهام؛ این ابزارها بر اساس نظام سرمایه داری طراحی شده و مبتنی بر نرخ بهره از پیش تعیین شده می باشند.

امروزه روش تأمین مالی با نرخ بهره ثابت در نظام مالی سرمایه داری رایج است و در سطح بسیار گسترده ای از ابزارهای بدهی تأمین مالی که مهم ترین آن ها، اوراق قرضه است، استفاده می شود. صاحبان این اوراق در مالکیت پروژه ها یا سود یا درآمد حاصل از آن ها، هیچ گونه سهمی ندارند و فقط بهره ای را که متناسب با بهره پول در بازار است، به دست می آورند و سود این پروژه ها از جمله بهره های پرداختی، از این قرار است که دارندگان آن ها در سود پروژه های بزرگ و درآمد حاصل از فعالیت های واقعی اقتصادی سهمی باشند. استفاده از این ابزارها در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده شده است.

قانون اسلام (شریعت)، مسلمانان را از دریافت ربا منع کرده است. بنابراین در کشورهایی که جمعیت مسلمان فراوانی دارند، استفاده از بسیاری از انواع ابزارهای مالی متعارف مانند انواع اوراق قرضه، کارآیی و مقبولیتی ندارد. بر این اساس دولت ها و شرکت های اسلامی فعال در کشورهای اسلامی و غیراسلامی که بدنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند نیازمند یافتن جایگزین هایی مطابق با اصول اسلامی هستند و انتشار اوراق بهادار اسلامی (با عناوینی از جمله صکوک) بر اساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهم ترین اهداف بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته ترین ابزار توسعه اقتصادی در جامعه است مشروط بر اینکه در ساز



و کارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می سازد، رعایت شود؛ در این اوراق برخلاف اوراق بهادار ربوی، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی های حقیقی و در فعالیت های اقتصادی مشارکت دارند و بازدهی طرحها، پروژه ها و فعالیت ها روی درآمد صاحبان اوراق اثر می گذارد و سود اوراق متأثر از بخش واقعی اقتصاد است.

امروزه اوراق بهادار فراوانی تحت عناوین صکوک اجاره، مرابحه، مضاربه، مشارکت، استصناع، مزارعه، مساقات، سلف و ... در بازار منتشر می شوند که ادعای اسلامی بودن دارند؛ کسانیکه این اوراق را منتشر کرده اند تمام کوشش خود را بکار گرفته اند تا اوراق یاد شده رقیبی در برابر اوراق بهادار ربوی رایج در بازار باشند و بخش اعظم ویژگی های آن ها را داشته باشند تا بتوان به سادگی آن ها را در بازارهای اسلامی و سنتی، متداول ساخت (تسخیری، ۱۳۸۶).

ایده اولیه ابزارهای مالی اسلامی به نظریات اقتصاد اسلامی به حدود اواسط دهه ۱۹۷۰ برمی گردد که در آن دوران نخستین بانک های اسلامی در کشورهای مصر، عربستان و سودان پایه گذاری شدند و بعد از این کشورها، پاکستان و ایران نیز اقدام به تأسیس بانکداری اسلامی نمودند که اساساً هدف از ایجاد این نوع بانکداری در نظر گرفتن غیر ربوی بودن تأمین و تخصیص منابع بود.

با گسترش ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه نیز قوت گرفت<sup>۱</sup>.

بازار سرمایه اسلامی یکی از زیر نظام های نظام اقتصادی اسلام است و تفاوت ماهوی آن با بازار سرمایه متعارف در این است که هدف ها، اصول، مبانی، ابزارهای تأمین مالی، ابزارهای مشتقه و نهادهای مالی در بازار سرمایه اسلامی، همه در چارچوب تعالیم اقتصادی اسلام طراحی شده اند و بازیگران اصلی این بازار نیز نهادهای مالی چون کارگزاران، شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری، شرکت های تأمین سرمایه، بازارگردانان، موسسه های رتبه بندی اعتباری، شرکت های پردازش اطلاعات مالی و مشاوران سرمایه گذاری هستند که همه بر اساس هدف ها، اصول و ضوابط اقتصادی اسلام فعالیت مالی می کنند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۰).

با توجه به ویژگی های بارز بازار سرمایه اسلامی مثل: رعایت اصل عدالت، رعایت اخلاق اسلامی و اقتصادی، ممنوعیت ربا، غرر، ضرر و ضرار، قمار و ... در آن، لازم است محصولات مالی اسلامی نیز مطابق با اصول و ضوابط شرع طراحی شوند. این محصولات بر پایه عقود شرعی طراحی می شوند و متمایز از ابزارهای مالی متعارف خواهند بود.

بنابراین با توجه به اینکه ربع جمعیت جهان را مسلمانان تشکیل می دهند و این افراد بدنبال سرمایه گذاری در ابزارهای مالی اسلامی می باشند بررسی مشروعیت هر دو گروه ابزارهای مالی متعارف و اسلامی از ضروریات می باشد. زیرا سرمایه گذاری در ابزارهای مالی بازار سرمایه موجب تأمین مالی طرح های عمرانی و پروژه های تولیدی در سطح کشور می شود و در نتیجه در رشد و توسعه درآمد ملی تأثیر بسزایی دارد. بنابراین اگر تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی که مشروعیت ندارند صورت بگیرد در واقع درآمد ملی که برای کشور حاصل می شود به لحاظ شرعی اشکال دارد و نوعی درآمد باآورده محسوب می شود که از نظر اسلام چنین درآمدهایی مشروع نمی باشد.

<sup>1</sup> -www.seo.ir(securities & Exchange organization)

مسأله اصلی در این تحقیق این است که حدود و مرزهای بازار سرمایه به علاوه اختلاف نظرهایی که در مورد اصل موضوع، فرآیند آن، اصول و ابزارهای آن وجود دارد را مطرح کرده و پس از ارائه یک تحلیل تطبیقی بین آراء مختلف اندیشمندان اسلامی نظریه برگزیده ارائه شود.

### ۱-۳. سوالات تحقیق

باتوجه به اینکه تحقیق بصورت اکتشافی انجام می شود، فرضیه ای ارائه نمی گردد. اما سوالات اصلی تحقیق - هم راستا با اهداف تحقیق - به شرح ذیل بیان می گردد :

۱. مفهوم و مبانی عملیات بازار سرمایه در نظریه اقتصاد اسلامی چیست ؟
۲. ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در نظریه اقتصاد اسلامی چگونه است؟
۳. درباره ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی چه نظراتی مطرح است ؟
۴. مرز دانش در تحلیل و طراحی عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی چیست؟

### ۱-۳. اهمیت مسأله

بخشی از منابع پولی و مالی جامعه در بازار سرمایه مورد استفاده قرار می گیرد که در نهایت منجر به فعالیت های تولیدی و تجاری می شود بنابراین استفاده مناسب و بهینه از این منابع و سرمایه گذاری آن ها بطور مناسب بسیار حائز اهمیت است زیرا در غیر اینصورت و در شرایطی که منابع مالی به درستی سرمایه گذاری نشوند و رقابت بین افراد ناسالم باشد و اطلاعات شفاف نباشد، فعالیت های تجاری و تولیدی پیشرفتی نخواهند داشت در نتیجه این عوامل باعث می شود که امکانات جامعه اتلاف شود و سرمایه های ملی به هدر می رود.

با توجه به اینکه نظام اقتصادی اسلام با نظام سرمایه داری در اهداف و روش ها تفاوت های اساسی دارند؛ بنابراین ابزارهای تأمین مالی متعارف که غرری، ربوی و ضرری هستند و بر اساس نظام سرمایه داری و برخلاف مبانی اسلامی طراحی شده اند، در بازار مالی اسلامی کارایی و مقبولیت ندارند و استفاده از آنها ممنوع است. بازار سرمایه مکانی است که صاحبان مازاد وجوه به هدف سرمایه گذاری و مدیریت نقدینگی خود وارد بازار می شوند و سرمایه خود را در اختیار گروهی که نیازمند تأمین مالی طرح های تولیدی و پروژه های عمرانی هستند قرار می دهند. در واقع پس اندازهای مردم وارد بازار سرمایه شده و در فعالیت های اقتصادی و در راه آبادانی کشور مصرف می شود و در توسعه سرمایه ای کشور و در نهایت در رشد درآمد ملی بسیار مهم و مؤثر است. بنابراین چگونگی عملیات بازار سرمایه و کیفیت و ظرفیت ابزارهای مالی آن و تطابق با اصول و قواعد شرع اسلام برای رسیدن به این اهداف بزرگ حائز اهمیت است.

مطالعه تعالیم اسلام نشان می دهد اسلام نه تنها مسلمانان را در چارچوب قراردادهای خاص محصور نکرده است بلکه همه معاملات و قراردادها را با رعایت ضوابطی جایز می داند و همچنین اندیشمندان را به تفکر و طراحی و ابداع ابزارهای جدید متناسب با نیازهای عصر خود فرا می خواند. در همین راستا، امروزه انواع اوراق بهادار تحت عناوین صکوک اجاره، صکوک سلم، استصناع، مضاربه، مساقات، بیع دین و... در بازار سرمایه داد و ستد می شوند که جایگزین اوراق بهادار ربوی شده اند. از سوی دیگر با توجه به گسترش روز افزون ابزارهای مالی در بازارهای سرمایه دنیا از یک سو و بین المللی شدن و ادغام بورس ها از سوی دیگر، بررسی ابزارهای مالی رایج در بازارهای سرمایه دنیا ضرورت می یابد. در کشور های اسلامی با توجه به تأکید دین مبین اسلام بر انجام فعالیت های سالم اقتصادی، مطالعه این ابزارها از جهت تأیید یا عدم تأیید شرعی بیش تر محسوس است. توجه به مسائل شرعی در عملیات سرمایه گذاری بعلاوه تلاش برای حاکم کردن اخلاق

اسلامی در بازار در نهایت به افزایش کارایی و پیشرفت اقتصادی جامعه می انجامد. لذا بحث عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی و براساس مبانی اسلامی اهمیت و ضرورت می یابد.

#### ۱-۴. اهداف تحقیق

این تحقیق به منظور شناسایی مرزهای دانش و اختلاف نظرها در خصوص ماهیت و عملکرد بازار سرمایه در الگوی اسلامی انجام می شود. بر این اساس، اهداف تحقیق به شرح ذیل بیان می شوند:

تبيين مفهوم و مبانی عملیات بازار سرمایه در نظریه اقتصاد اسلامی  
تبيين ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در نظریه اقتصاد اسلامی  
تبيين اختلاف نظرها در خصوص ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی  
تبيين مرز دانش در خصوص ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در نظریه اسلامی

#### ۱-۵. روش تحقیق

کار اصلی در این تحقیق، مطالعه اسناد علمی مرتبط با موضوع تحقیق و تحلیل و جمع بندی محتوای این اسناد است و در نهایت یک تحلیل مقایسه ای انجام می شود، این اسناد علمی عبارتند از: مقالات معتبر علمی مرتبط با موضوع تحقیق، کتب مشهور مرتبط (به زبان فارسی) و همچنین کتب عمومی مرتبط با مباحث مالیه اسلامی مطالعه می شوند. و با توجه به نیاز تحقیق؛ برخی کتب فقهی مرتبط نیز مطالعه خواهند شد. از دیگر منابع مورد مطالعه می توان به کتب و مقالات خارجی، مجموعه مقالات همایش ها و کنفرانس های داخلی اشاره کرد. در مرحله اول، ابعاد موضوع تحقیق تبیین می شوند و در مرحله بعد با توجه به ابعاد تبیین شده منابع مورد نیاز شناسایی شده و مورد مطالعه قرار می گیرند سپس نتایج حاصل از مطالعات انجام شده جمع بندی شده و مورد تحلیل قرار می گیرند و در نهایت، در آخرین مرحله، جمع بندی تحلیل ها و نتایج آن منجر به ارائه گزارش نهایی می شود. در این تحقیق ابزار گردآوری اطلاعات تنها اسناد علمی هستند؛ بنابراین برای گردآوری اطلاعات مربوط به این تحقیق لازم است که این اسناد علمی معتبر و مرتبط با موضوع تحقیق مطالعه شوند و نتایج حاصل از این مطالعات جمع بندی شده و مورد تحلیل قرار بگیرند.

#### ۱-۶. پیشینه تحقیق

موسویان، عباس (۱۳۸۴)، در مقاله ای با عنوان «اصلاح ساختار مؤسسات و ابزارهای مالی بازار پول و سرمایه بر اساس تعالیم اسلام»؛ به روش توصیفی-تحلیلی با مروری بر معیارهای اساسی بازار پول و سرمایه کارآمد و با استفاده از قراردادهای مجاز شرعی نشان می دهد که چگونه با انجام تغییرات اصلاحی نسبت به مؤسسات موجود و یا ابداع مؤسسات جدید می توان به بازار پولی و مالی جامع و کامل دست یافت.

در کتاب «بازار بدهی اسلامی برای اوراق بهادار: تئوری و عمل از سود سرمایه گذاری به اشتراک گذاری» (۱۳۹۱) (پدید آورنده: پژوهشکده پولی و بانکی)؛ نویسنده به مسئله اوراق بهادار اسلامی پرداخته و تلاش می کند مبانی نظری و کاربردی این اوراق را مورد بحث قرار دهد. با روش توصیفی-تحلیلی، به طور مشخص سعی می کند تا ضمن ارائه تعاریف و مفاهیم مرتبط در رابطه با اوراق بهادار اسلامی، تاریخچه و سیر تطور این ابزارهای مالی را مورد بحث قرار داده و ضمن ارزیابی و تحلیل تجارب موجود در کشورهای اسلامی و غیر اسلامی، مباحث قانون گذاری و نظارت بر انتشار اوراق بهادار اسلامی را مورد اشاره قرار دهد. در این کتاب به

نقش نهادهای بین المللی مانند بانک توسعه اسلامی در توسعه صکوک و چالش ها و چشم اندازهای توسعه بازارهای اوراق بهادار اسلامی، پرداخته شده است.

در کتاب «اصول پول اسلامی و بازار سرمایه» (۱۳۹۱)، (پدیدآورنده: پژوهشکده پولی و بانکی) به روش توصیفی- تحلیلی؛ نویسنده به صورت متمرکز به بحث بازارهای پول و سرمایه می پردازد و با پوشش مفاهیم اساسی، شیوه های جدید در بازارهای مالی اسلامی و همچنین ارائه مطالعات موردی از بازارهای واقعی پرداخته است. تئوری ارزش پول، عرضه و تقاضای پول، بازارهای سرمایه اسلامی از نظر طبقه بندی و نوع عملیات، ارزش گذاری اوراق بهادار اسلامی، صندوق سرمایه گذاری غیر فعال اسلامی و کارگزاری سهام اسلامی از جمله مباحثی است که در این کتاب تبیین شده اند.

موسویان، عباس و بهاری قراملکی، حسن (۱۳۹۱) در کتاب «مبانی فقهی بازار پول و سرمایه»؛ به روش توصیفی- تحلیلی و با محوریت ارائه مباحث فقهی و اصول و ضوابط اسلامی در حوزه معاملات بازار پول و بازار سرمایه؛ تصریح می کنند که قواعدی مانند ممنوعیت اکل مال به باطل به عنوان یک قاعده زیر بنایی در معاملات اسلامی مطرح و همچنین قانون ممنوعیت ضرر و ضرار، قانون ممنوعیت معاملات غری و نیز معاملاتی که موجب ابهام و جهالت در قراردادها می شود، باید بطور ویژه مورد توجه قرار گیرد.

موسویان، عباس (۱۳۹۱) در کتاب خود با عنوان «بازار سرمایه اسلامی»؛ با روش توصیفی- تحلیلی و محتوا؛ به بررسی اصول و مبانی فقهی و اقتصادی بازار سرمایه اسلامی، بررسی ابزارهای مالی متعارف و بررسی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) می پردازد. در بررسی ابزارهای مالی متعارف به دنبال توضیح مباحث موضوع شناسی، تشریح عملکرد اقتصادی و تبیین احکام فقهی است، اما در بررسی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به دنبال طراحی مالی ابزار بر اساس فقه اسلامی با تأکید بر فقه امامیه می باشد.

سلمان، سید علی<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) در کتاب «محصولات بازار سرمایه اسلامی: چالش ها و توسعه ها»؛ با روش توصیفی- تحلیلی، به بررسی جایگاه سهام و محصولات با درآمد با ثبات (صکوک) در بازارهای سرمایه اسلامی می پردازد. وی چهار کشور بحرین، پاکستان، سودان و مالزی را به عنوان نمونه در نظر گرفته است و حجم بازارهای سهام و صکوک اجاره را در آن ها بررسی کرده و مسایل مربوط به توسعه این بازارها را مورد توجه قرار داده است.

و اما تحقیق حاضر کوششی است در جهت ارائه تصویر واضح و روشنی از مفهوم و ساختار و الگوی عملیات بازار سرمایه در اقتصاد اسلامی و تطبیق ابزارهای مورد استفاده در بازار سرمایه با مبانی اسلامی و اختلاف نظرها در این زمینه و ارائه یک تحلیل مقایسه ای، با تطبیق آراء اندیشمندان اسلامی. ضمناً این تحقیق سعی دارد مرزهای دانش را در خصوص عملیات بازار سرمایه شناسایی و معرفی نماید و راهکارهایی در جهت گسترش آن ارائه دهد. و این موارد از وجوه تمایز این تحقیق با سایر مطالعات انجام شده در این زمینه می باشد.

## ۱-۷. مفاهیم کلیدی

**بازار سرمایه (capital market):** بازارهای اولیه یا ثانویه را گویند که در آنها داد و ستد اوراق بهاداری که دارای سررسید بیش از یک سال هستند یا عمر نامحدود دارند، انجام می شود. این بازارها وجوه لازم برای سرمایه گذاری های دراز مدت را تأمین می کنند. در بازار سرمایه سازمان هایی مانند بانکهای سرمایه گذاری (یا

<sup>2</sup> - Salman Syed Ali