

## ویژگی‌های بازار بورس در اقتصاد ایران و در نظریه اقتصاد اسلامی

غلامرضا سرآبادانی

### مقدمه

در خصوص نقش بازارهای سرمایه در رشد و توسعه اقتصادی دو دیدگاه متمایز و بلکه متعارض وجود دارد. پیروان مکتب را بینسون (۱۹۵۲) اعتقاد دارند که عوامل اصلی رشد و توسعه اقتصادی همانا موجودی سرمایه‌های فیزیکی و انسانی است. و بازارهای مالی و کارگزاران آن نقش هدایت جریان وجوه پس انداز کنندگان به سوی بنگاههای اقتصادی (خصوصی) و دولت را به عهده دارند و چنین کارکردی به صورت افعالی صورت می‌گیرد. در مقابل گروه دیگری از محققین اهمیت زیادی برای بازارهای مالی قائل هستند.

هامیلتون (۱۷۸۱) و شومپتر در (۱۹۱۱) بزر جایگاه و اهمیت بانک‌ها در اثر توسعه تأکید کرده‌اند. لواین ویک (۱۹۹۹) نشان دادند که بهره وری در قالب بازارهای مالی توسعه یافته و طی فرآیند خاصی متجلی می‌شود.<sup>(۱)</sup>

بر اساس دیدگاه دوم بهره وری از منابع موجود، در کنار عوامل انسانی و فیزیکی مؤثر در رشد و توسعه به عنوان عامل سوم قلمداد شده است. آنها معتقدند که تفاوت در کمیت و کیفیت خدمات ارائه شده توسط مؤسسات مالی منی توائد بخش مهمی از تفاوت نرخ رشد در بین کشورها را توضیح دهد.

در هر صورت علی‌رغم انتقادها و مخالفتها نسبت به اصل فعالیت بازارهای بورس و عملکرد آنها، به نظر می‌رسد که در صورت تحقق بعضی شرایط و قانون مندی‌ها و کنترل شیبی بز فعالیت بورس، نه تنها مانعی از فعالیت این بازارها وجود ندارد بلکه گسترش فعالیت آنها در اقتصاد ضروری است.

## بخش اول

### ویژگی‌های عمده توسعه یافته‌گی در بازارهای سرمایه و بورس اوراق بهادار الف - مباحث نظری

توسعه در بازارهای مالی از جنبه‌های مختلف تسهیلاتی و مؤسساتی، قانونی و مقرراتی و یکپارچگی و انسجام، به شرح ذیل قابل تحقق است:

- ۱- ایجاد و توسعه نهادهای مالی واسطه‌ای، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، مؤسسات تخصصی کارگزاری و بکارگیری انواع مختلف ابزارهای مالی و بهبود نظام اطلاع رسانی زمینه ساز توسعه بازارهای مالی از جنبه تسهیلاتی و مؤسساتی است.
- ۲- اصلاح قوانین و مقررات در طول زمان یکی دیگر از راههای مناسب توسعه بازارهای مالی است. نظام‌های قانونگذاری در کشورهای جهان به صورت‌های مختلفی ایفای نقش کرده و شرایط و فضای ویژه‌ای برای سرمایه‌گذاری ایجاد می‌نمایند. تدوین و تنظیم نظام مناسب تفسیر و تحلیل اطلاعات شرکت‌ها و مقایسه آن‌ها با یکدیگر از طریق تعیین استانداردهای حسابداری و حسابرسی، برقراری توازن میان مبالغ سرمایه‌گذران و صاحبان سهام و مدیران شرکت‌ها، چگونگی حمایت از افراد ذی نفع مؤسسات مالی، سرعت و دقت عمل بخش قضایی در حل و فصل اختلافات مالی، اصلاح قوانین مالیاتی و تجاری و سایر قوانین مرتبط با بازارهای مالی از جمله بسترها مناسب برای تحقق توسعه بازارهای مالی است.<sup>(۱)</sup>

- ۳- یکی دیگر از جنبه‌های توسعه یافته‌گی بازارهای مالی، یکپارچگی، انسجام و پیوستگی است. یک بازار منسجم همه شرایط، ابزارها و ساز و کارهای لازم را به کار می‌گیرد تا همه کارگزاران و واحدهای اقتصادی، بدون تبعیض، بدون تحمل خطر (ریسک) غیر عادی، و بدون تحمل هزینه‌های مبادله غیر معمول بتوانند به شیوه‌های مختلف و با نرخ‌های معمول، معقول و نزدیک به هم سرمایه لازم را برای تحقق تصمیمات اقتصادی و قانونی خود فراهم آورند. بر عکس اگر در اقتصادی، اجزاء بازارهای مالی با نرخ‌های تبعیض آمیز و شرایط بسیار متفاوت عمل کنند، و همه واحدهای کارگزاران در هر یک از بازارهای مالی دارای فرصت برابر نباشند، اقتصاد دارای بازار مالی فعال، یکپارچه و فرآگیر نخواهد بود. یعنی در هر بخش، صنعت یا ناحیه‌ای از اقتصاد مشارکت کنندگان برای تأمین سرمایه‌های لازم با شرایط مستفاوتی رو به رو خواهند بود. عدم انسجام و یکپارچگی از عوامل تضعیف روابط بوده و کارآیی بازار را

به شدت تحت تأثیر قرار خواهد داد.<sup>(۱)</sup>

در صورت تحقق توسعه در بازارهای مالی و بالاخص بازارهای بورس از جهاتی که ذکر شد، تحقق نتایج زیر یعنی شرایط و پیش فرض های اساسی کارآیی در این بازارها مورد انتظار است:

- ۱- انتقال سریع سرمایه و با حداقل هزینه های مبادلاتی (کارآیی عملیاتی). ۲- اطلاعات بطور کامل در اختیار همه شرکت کنندگان در بازار قرار گیرد و از شوء استفاده های اطلاعاتی جلوگیری شود. (کارآیی اطلاعاتی). ۳- ارزش دارایی ها و بازدهی آنها متعادل و متناسب باشد، (کارآیی اطلاعاتی). ۴- هیچ یک از اعضای بازار توان تأثیر روی قیمت را تداشته باشد، بلکه همه باید قیمت پذیر باشند (کارآیی اطلاعاتی). ۵- یک حداقل رینسک پذیری در بازار باید وجود داشته باشد (کارآیی اطلاعاتی). اینک به توضیح و تبیین ابعاد و ویژگی های فوق الذکر می پردازیم:

### ۱- تسهیلات و مؤسسات مالی در بازارهای سرمایه

مجموعه وسیعی از تسهیلات شامل تجهیزات و سیستم های مکانیزه اطلاعاتی و معاملاتی، واسطه ها، کارگزاران، مؤسسات مالی و سرمایه گذاری و مؤسسات تأمین سرمایه توسعه بازارهای سرمایه را به همراه خواهد داشت. از جمله موارد دیگر این تسهیلات استفاده از ابزارهای مالی متنوع در این بازارها است.

#### الف- نهادها و مؤسسات مالی

مجموع نهادهای مالی در بازار سرمایه خدماتی ارائه می دهند که به شرح زیر است:

- ۱- تبدیل دارایی های مالی بدست آمده از طریق بازار به نوع متفاوتی از دارایی های دیگر که ارجحیت بیشتر دارد. این خدمت را واسطه های مالی که عمده ترین نهادهای مالی هستند ارائه می دهند. ۲- مبادله دارایی های مالی به نیابت از سوی مشتریان. ۳- مبادله دارایی های مالی به حساب خود. ۴- کمک به ایجاد دارایی های مالی برای مشتریان و آن گاه فروش آن دارایی ها به دیگر مشارکت کنندگان در بازار سرمایه. ۵- ارائه خدمات مشاوره ای. ۶- مدیریت بدراه دیگر مشارکت کنندگان در بازار سرمایه. عملکرد دوم و سوم خدماتی است که کارگزاران انجام می دهند.<sup>(۲)</sup>
- در بازارهای مالی دو نوع نهاد مالی واسطه ای و غیر واسطه ای فعالیت دارند.

۱. رنانی، ص ۲۴۶.

۲. عبده تبریزی، ص ۲۴ و ۲۳۳.

واسطه‌های مالی نیز خود به دو نوع واسطه‌های مالی سپرده‌ای و واسطه‌های مالی یا مؤسسات غیر سپرده‌ای، تقسیم می‌شوند. مؤسسات سپرده‌ای مثل بانک‌های تجاری در بازار پول به جمع آوری سپرده‌ها و وام دهی می‌پردازند. واسطه‌ها و مؤسسات غیر سپرده‌ای بسیار متعدد که از جمله می‌توان به مواردی از قبیل: کارگزاران، معامله‌گران،<sup>(۱)</sup> بانک‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری،<sup>(۲)</sup> صندوق‌های بازنشتستگی، شرکت‌های ییمه، شرکت‌های تأمین مالی وغیره را نام برد.

امروزه واسطه‌ها و نهادهای مالی در بازارهای بورس دنیا که به «سرمایه‌گذاران نهادی»<sup>(۳)</sup> معروفند فعالیت بسیار گسترده‌ای دارند بگونه‌ای که در غالب بورس‌ها در کشورهای پیشرفته، سلطه سرمایه‌گذاران خرده پا (افراد) تبدیل به سلطه «سرمایه‌گذاران نهادی» شده است. سرمایه‌گذاران نهادی برخلاف سرمایه‌گذاران خرده پا، قدرت، توانایی و تمایل به حضور در بازارهای خارجی و استفاده از مزیت‌های موجود در آن بازارها را دارند.<sup>(۴)</sup> سلطه سرمایه‌گذاران نهادی علی رغم محاسبنی که دارد خطر حذف رقابت و انحصاری شدن را در بردارد.

## ب- انواع تسهیلات

### ۱- انواع اوراق بهادار در بازارهای مالی (بازار سرمایه):

یکی از انواع امکانات و تسهیلات لازم جهت تحقق توسعه و عمق در بازار بورس ابزارهای متنوع مالی است ابزارهای مالی مورد استفاده در بازارهای بورس دنیا بقدرتی گسترده شده است که شاید توان همه انواع و اقسام آن را در یک جا ذکر کرد. انواع اوراق بهادار در بازارهای سرمایه عبارتند از: اوراق قرضه شامل (اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه شرکتی اعم از داخلی و خارجی، اوراق قرضه شهرباری‌ها، اوراق قرضه ایالتی)، اوراق سهام شامل (سهام عادی، سهام ممتاز اعم از داخلی و خارجی، سهام درآمدی)، اوراق خزانه و سایر اوراق.

اوراق فوق الذکر را اوراق نقدی و بازار مربوط به آن را بازار نقدی گویند. نوع دیگری از اوراق، اوراق یا ابزارهای مشتقه هستند که به اوراق غیر نقدی معروف بوده و بازارهای مربوط به آنها را بازارهای مشتقه یا غیر نقدی می‌نامند. ابزارهایی مثل قراردادها یا

#### 1. Dealers.

#### 2. investment companies.

#### 3. institutional investors.

پیمان‌های آتی و اختیار معامله، از انواع اوراق مشتقه هستند.<sup>(۱)</sup>

## ۲- تسهیلات قانونی اطلاع رسانی:

منظور از تسهیلات قانونی اطلاع رسانی، ظرفیت‌ها و امکانات موجود در قوانین بازار بورس است که زمینه افشاء اطلاعاتی و اطلاع رسانی کافی در بازار را فراهم نموده و موجب توسعه بازار از این جهت می‌شوند. افشاء اطلاعاتی به طور عمده از دو جهت اهمیت فوق العاده دارد، اول از جهت ایجاد اطمینان، دوم از جهت ایجاد آگاهی لازم در مورد معامله. حصول اطمینان برای سرمایه‌گذار و انجام یک معامله با آگاهی کافی، نیازمند داشتن اطلاعات درست و صحیح پیرامون موضوعاتی از قبیل ارزش ویژه سهم و مقایسه با قیمت روز آن، قیمت محصولات، مدیریت و سایر سهامداران وغیره است. سرمایه‌گذار همواره در پی کسب اطمینان نسبت به حفظ اصل سرمایه و تضمین بازدهی آن است لذا همواره در پی انتخاب بهترین و مطمئن‌ترین مورد برای سرمایه‌گذاری است و این اطمینان حاصل نمی‌شود مگر با آگاهی از موارد فوق و موارد مشابه آنها.

از طریق تصویب و اعمال مقررات از جمله الزام افشاء اطلاعات، بخشی از این اطلاعات قابل حصول هستند. بعلاوه، در بورس‌های پیشرفته جهان مؤسسات و نهادهای متعددی امکان دسترسی مردم به اطلاعات فوق را تقویت کرده و از طرق مختلف آخرين مظنه قیمت‌ها را در اختیار مشتریان قرار می‌دهند. ضمن اینکه کارشناسان بورس نیز از طریق سیستم‌های کاملاً مکانیزه با تحلیل دائمی گزارشات مالی شرکت‌ها اطلاعات لازم را از طریق کارگزاران به مشتری‌ها ارائه می‌دهند.

بنابراین لازمه داشتن یک سیستم اطلاع رسانی قوی و کارآمد در بازارهای سرمایه و بورس اوراق بهادار، وجود قوانین کامل و پیشرفته در زمینه نظارت بر افشاء اطلاعات توسط شرکت‌ها و همچنین وجود نهادها و مؤسسات اطلاع رسانی و کارشناسی و با استفاده از سیستم‌های مکانیزه است.

## ۳- توسعه بازارها از جهت مقررات و قوانین

یکی دیگر از جنبه‌های توسعه یافته‌گی در بازارهای سرمایه، توسعه همه جانبه قوانین و مقررات حاکم بر این بازارها است. به لحاظ نقش عمده‌ای که بازارهای سرمایه در بسیاری از اقتصادها بر عهده داشته و دارند، دولتها همواره تلاش کرده‌اند که با اقدامات تنظیمی و جمل قوانین لازم نظام‌های استادابانه و ماهرانه تنظیم بازارهای مالی

روند توسعه و تکامل بازارها را سرعت بخشنده، مجموعه قواعد و مقررات تدوین شده در این خصوص را از نظر مقصد می‌توان چنین دسته بندی کرد:

۱- مقررات تأمین اطلاعات: مقرراتی که به منظور بر طرف کردن مشکل اطلاعات نابرابر و جلوگیری از پنهان کاری و فربیض اطلاعاتی که توسط ناشران اوراق بهادر نسبت به سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد، تدوین می‌شوند و بحث آن گذشت.

۲- مقررات کنترل و پیشگیری از مقرراتی است که به منظور ترویج رقابت و انصاف در داد و ستد استناد مالی در بین دست‌اندرکاران، مدیران و سایر عوامل شرکت‌های وضع می‌شوند.

۳- قوانینی که کمک به ثبات نهادهای مالی نموده و فعالیت آنها را در عرصه‌های مختلف و حساس تأمین وجوه یعنی وام‌های وام‌گیری کنترل می‌کند.

۴- به منظور محدود کردن فعالیت صاحبان منافع خارجی در بازارها و نهادهای داخلی و تنظیم فعالیت آنها قوانینی تدوین و اجرا می‌شود.

۵- مقررات دیگری جهت نظارت بر سطح فعالیت اقتصادی شرکت‌ها در بازار بورس تدوین و اجرا می‌شود.

بنابراین انواع مقرراتی که در بازارهای سرمایه و بورس اوراق بهادر، مجموعه فعالیت این بازارها را هدایت می‌کند عبارتند از: مقررات افشاگری اطلاعاتی، مقررات فعالیت مالی و معاملات عوامل اصلی شرکت‌ها، مقررات کنترل نهادهای مالی و قوانین تنظیم فعالیت عوامل خارجی و...

بررسی روند تاریخی تغییرات و تحولات ایجاد شده در قوانین بازارهای سرمایه نشان می‌دهد که عوامل مختلفی در اقتصاد و بازار سرمایه توسعه و تحول در مقررات بازارهای سرمایه را ضروری کرده است. این عوامل عبارتند از وقوع بحران‌های مالی، گسترش مشارکت مردم در سرمایه‌گذاری‌ها، نوآوری‌های مالی، تخلفات و تبائی‌ها و بالاخره مسئله جهانی شدن. بررسی و شناسایی اختلالات اساسی بازارهای مالی و سرمایه و دست یابی به پارامترها و عوامل ورشکستگی شرکت‌ها موجب شد مقررات جدید در زمینه اداره شرکت‌ها و بازارها وضع گردد. چنانچه نوآوری در اوراق بهادر به تحول در بانکهای سرمایه‌گذاری و سایر مؤسسات مالی منجر گردید. برای اینکه یک ابزار مالی جدید نوآوری و ابداع به حساب آید باید ویژگی‌های زیر را دارا باشد:

۱- فراهم آوردن امکان دست یابی به بازدهی بیشتر در مقایسه با ریسک مربوط.

۲- فراهم آوردن امکان تحمیل هزینه‌کمتر برای انتشار دهنده.

خلاصه این که تقویت و توسعه روز افزون بازارهای مالی و بورس اوراق بهادر از

جنبه‌های تشکیلاتی، مقرراتی و مؤسساتی جهت افزایش کارآیی الزامی است. طیف وسیعی از قوانین و مقررات جامع مستقیماً با افشاری اطلاعاتی و به طور غیر مستقیم و با ایجاد مؤسسات حسابرسی و تجزیه و تحلیل خساب‌های مالی و بهره‌گیری از سیستم‌های مکانیزه عملیات شرکت‌ها را کنترل کرد. و حرکت رو به رشد بازار سرمایه را تضمین می‌کند. و این امر هم برای تشکیلات بورس و هم برای سرمایه‌گذاران (سهامداران) ایجاد اطمینان و آسوده خاطری می‌کند.

توسعه و تحول مقررات و قوانین در بازارهای مالی و بورس اوراق بهادر آثار و فوائد مختلفی از جمله عمق بخشیدن به بازارهای سرمایه، ایجاد تسهیلات و امکانات قانونی از جمله تسهیلات و ابزارهای مالی متنوع را به دنبال خواهد داشت.

### ۳- انسجام و یکپارچگی در بازارهای مالی

مجموعه بازارهای مالی شامل بازارهای سرمایه و پول و اعتبار رسالت واسطه‌گری در تأمین وجوه مورد نیاز بنگاه‌ها و شرکت‌های تولیدی و تجاری را به عهده دارد، اگر چه هر یک از این بازارها این وظيفة اساسی را به گونه‌ای خاص انجام می‌دهند. البته هماهنگی و انسجام در عملکرد اجزای تشکیل دهنده بازار مالی بسیار مهم است. انسجام و پیوستگی بازارها زمانی محقق می‌شود که همه کارگزاران و عوامل و مراجعین این بازارها از فرصت‌های پیکان و همانند در تأمین سرمایه مورد نیاز خود برخوردار باشند.

همانگی و انسجام یکی دیگر از ویژگی‌های بازارهای سرمایه توسعه یافته است، زیرا تیجه آن، نفوی هر گونه انحصار و وراثت‌جوبی بوده و رقابت را تقویت می‌کند. گسترش و تقویت رقابت به افزایش کارآیی بازارهای مالی کمک می‌کند.<sup>(۱)</sup> یکی از عوامل بسیار مؤثر در ایجاد انسجام و پیوستگی در بازارهای مالی وجود قوانین و مقررات کامل و فراگیر تنظیم کننده فعالیت بازارهای سرمایه و پول و اعتبار و ایجاد هماهنگی بین این بازارهای مالی یکپارچه هر گونه تحول و تطوری در هر یک از بازارها رخ دهد، ضمن تأثیر بر سایر اجزای بازارهای مالی، تعادل کل در بازار مالی کل را نیز تغییر داده، ترخهای تعادلی جدیدی ایجاد خواهد شد. فقدان بازار مالی گسترده و منسجم (به معنایی که در بالا ذکر شد) رقابت در بازارهای کالا را نیز کاهش می‌دهد و آنها را به سمت شرایط انحصاری می‌کشاند. به عبارت دیگر عدم کارآیی در بازار مالی، عدم کارآیی در بازار کالا و خدمات را نیز به دنبال خواهد داشت.

۱. رنانی محسن، ص ۲۴۶ و کدخدایی حسین، ص ۱۶۸.

### ب - تجربه‌های عملی

۱ - تجربه برخی کشورها در زمینه افشاگری اطلاعاتی

یک) ویژگی‌های افشاگرانه در مقررات بازار سرمایه آلمان<sup>(۱)</sup>

مقررات بازار سرمایه آلمان از جهات زیر زمینه افشای اطلاعات را فراهم می‌نماید:  
۱ - تعیین قیمت: جزئیات تعیین قیمت باید پس از اخذ تصمیم هیأت مدیره در لیست رسمی بورس به شکل علنی درج گردد.

۲ - اطلاعات زیادی از طریق انتشار گزارش شرکت متقاضی وضعیت در بورس، در مورد وضعیت شرکت و اوراق بهادر مورد نظر همراه حسابهای سالیانه، در اختیار بازار و سرمایه گذاران قرار می‌گیرد.

۳ - ماده (۳۵) و (۳۸) قانون بازار سرمایه آلمان، گزارش مجمع معاملات توسط کارگزاران و اعلام تصمیمات اخذ شده در مورد فسخ یا تعليق اختيار معامله و قراردادهای آتی را الزامی می‌کند.

دو) ویژگی افشاگرانه در مقررات بازار سرمایه آمریکا<sup>(۲)</sup>

در این بازار افشای اطلاعات در دو زمینه مالی و مدیریتی صورت می‌گیرد.

عنوانی اصلی اطلاعات مدیریتی به قرار زیر است: ۱ - اعلام وضعیت دقیق سیستم‌های کنترل داخلی در شرکت‌ها

۲ - افشاء ارزیابی مداروم شرح وظایف مدیریتی.

۳ - افشای اطلاعاتی از توانایی‌های فکری مدیران در حل و فصل مسائل.

وظیفه کنترل ویگیری افشاگرانه در مورد اطلاعات در بازار سرمایه آمریکا، بعدها کمیسیون اوراق بهادر (SEC) است.

بهترین کانال‌های اطلاع رسانی مالی و مدیریتی در بازار سرمایه آمریکا عبارتند از: گزارشات سالیانه برای سهامداران و برای کمیسیون اوراق بهادر، گزارشات الزامی از شرکت‌های متقاضی وضعیت در بورس، انواع نشریات و قوانین منع از تخلفات و استفاده از اطلاعات محروم‌کننده مجموعه وسیعی از اطلاعات را در اختیار سهامداران و مجموعه بازار قرار می‌دهد.

سه) بازار سرمایه مالزی و افشاء اطلاعاتی

موارد و اقدامات قانونی در بورس مالزی جهت افشاء اطلاعات به شرح ذیل است:  
الزام شرکت‌ها به تهیه و تنظیم و تکمیل خلاصه وضعیت شرکت در هماهنگی با قانون شرکت‌ها مصوبه ۱۹۶۵، انعکاس وضعیت بدھی‌های شرکت، تاریخچه تشکیل و تغییر و تحول در شرکت، ارائه صورت سود و زیان و ترازنامه شرکت در ۵ سال اخیر،

۱. حسین کدخدایی، ص ۷۲.

۲. کدخدایی، ص ۷۴.

اعلام لیست سناواتی پرداخت و مبلغ و نحوه پرداخت آن در ۵ سال اخیر، اعلام مشخصات مدیران شامل اطلاعاتی در مورد روابط خانوادگی و سوابق آنها، میزان منافع مدیران و کارکنان شرکت در معاملات، تکمیل و ارائه مدارک لازم ضمیمه درخواست پذیرش شامل: اساسنامه، صورت‌های مالی پیش‌بینی سود و جریان نقدی، خلاصه وضعیت شرکت، نمونه مدارک رسمی، قراردادها، تعهد نامه‌ها.<sup>(۱)</sup>

یکی از ویژگی‌های مقرراتی بورس مالی، بررسی و احراز مداوم شرایط در شرکت‌های پذیرفته شده و اعلام سریع موارد پیش‌بینی شده است. از این کانال اطلاعاتی در مورد جلوگیری از ایجاد بازار غیر واقعی (False market) برای اوراق بهادار آنها، هرگونه تغییر ایجاد شده در شرکت، گزارش‌های ادواری شش ماهه و سالیانه بدست می‌آید.

بخش دیگر این اقدامات قانونی، موارد مهم افشا اطلاعات در مورد معاملات و شرایط آن، مشخصات و ارزشی کل و سود خالص عاید شده، معاملات مدیران و یا سهامداران عمدۀ و منافع مورد انتظار آنها و ارائه گزارش کار این معاملات به سهامداران. بالاخره بخش دیگر این مقررات در مورد خلاصه وضعیت شرکت‌هاست و اطلاعات مختلفی را در مورد تاریخچه و شناسنامه شرکت، مدیران، مسئولان مختلف، گزارش حسابرسان مجاز در مورد عایدات شرکت، هرگونه خویشاوندی بین مدیران و کارکنان ارشد، قراردادهای خدماتی و بعضی موارد دیگر افشا می‌کند.<sup>(۲)</sup>

## ۲- اشاره‌ای به تحول مقررات در برخی از بازارهای سرمایه

در این قسمت اشاره‌ای خواهیم داشت به اهم قوانین و مقررات و بعضی تحولات ایجاد شده در آن در برخی بازارهای سرمایه.

### الف) مقررات در بازار سرمایه آمریکا

در قانون بازار سرمایه آمریکا، پای بندی زیادی نسبت به مقررات افشاگرانه است. این مقررات در دو قانون مهم یعنی قانون «اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۳» و قانون «بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴» درج شده‌اند. این قوانین در دوره مختلف اصلاح شده‌اند. تحولات عمده این قوانین با تصویب قانون «گلاس استیکال» در سال ۱۹۳۴ و مرز بندی بین فعالیت بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری آغاز شد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) مسئولیت و قدرت نظارت بر اجرای این

۱. کدخدایی، ص ۸۹

۲. کدخدایی، ص ۸۹

دو قانون را دارا است.

در سال ۱۹۳۴ قانون «SEA» که در برگیرنده تحولات عظیمی در زمینه‌های اطلاع رسانی، مقابله با تخلفات، نظارت و کنترل فعالیت عوامل دارای اطلاعات محروم‌انه است، به تصویب رسید. قانون دیگری در سال ۱۹۳۵ مصوب شد که به کمیسیون بورس و اوراق بهادر (SEC) اختیارات جدیدی برای رسیدگی به عملیات شرکت‌ها داده است. در سال ۱۹۳۵ قانون دیگری که شامل اعطای نوعی خودگردانی مقرراتی به معامله گران اوراق بهادر و تشکیل اتحادیه معامله گران است، نوعی تست‌ها و نظارت‌های اجباری را برای اعضاء اتحادیه امکان‌پذیر ساخت. در ۱۹۴۰ قانون «ICA» تنظیمات قانونی مدیریت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به تصویب رسید و به موجب آن شرکت‌ها ملزم به افتشای کامل صورت‌های مالی که گویای هدف‌های سرمایه‌گذاری مثل رشد، درآمد و جوانب دیگر فعالیت شرکت باشد، و اجتناب از عملیات تقلب آمیز شدند.

در سال ۱۹۷۰ قانون «SIPC»<sup>(۱)</sup> به منظور حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران در شرایط ورشکستگی شرکت‌های کارگزاری به مقدار زیادی تأمین اطمینان سرمایه‌گذاری را افزایش داد. قانون معاملات قراردادهای آتی که کمیسیون بورس و اوراق بهادر (SEC) را موظف به کنترل قراردادهای اختیار معامله و قراردادهای آتی نمود و مقتضم قانون اوراق بهادر از مصوبه‌های قانونی سال ۱۹۷۵ بود و بالاخره در دهه ۸۰ پدیده و تحول عمده در مقررات بازار سرمایه آمریکا، پدیده تسهیل (Facilitation) مقررات در اصلاحیه سال ۱۹۸۲ بر مقررات ۱۹۳۳، ایجاد سیستم کامپیوتی به منظور تقلیل در اشتباكات و تسریع در دسترسی به اطلاعات است.<sup>(۲)</sup>

### ب) مقررات در بازار سرمایه کره جنوبی

بازار سرمایه کره جنوبی از جهت ساختار قانونی متکی به دو قانون «شماره بازرگانی» و قانون «اوراق بهادر و بورس کره» است.<sup>(۳)</sup> قانون دوم مصوب سال ۱۹۶۲ و اصلاحیه سال ۱۹۷۶ آن مشتمل بر ۱۰ فصل (و ۲۰۹ ماده) است که نحوه فعالیت بازار سرمایه و اجزاء و نهادهای تشکیل دهنده و مقررات فعالیت آنها را دربردارد.

سازمان‌های فعال در صنعت اوراق بهادر کره تجلی توسعه مقرراتی بازار سرمایه کره به شمار می‌آید که از جمله می‌توان کمیسیون بورس و اوراق بهادر، اتحادیه معامله گران اوراق بهادر، اتحادیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری کرده را نام برد.

1. securities Investor Protection corporation.

۲. کد خدایی، ص ۴۹

۳. کد خدایی، ص ۵۶

## بخش دوم

ویژگی‌ها و شرایط توسعه در بازار سرمایه ایران (بازار بورس اوراق بهادار تهران) در این قسمت ابتدا اشاره‌ای به قوانین موجود در بازار سرمایه خواهیم داشت و سپس قوانین موجود از جنبه‌های توسعه‌ای که قبلًا ذکر کردیم، از جمله تحولات عمدۀ ایجاد شده در قوانین و نوافع عمده آن و سپس تسهیلات و مؤسسات موجود در بازار سرمایه ایران و در پایان ویژگی انسجام و یکپارچگی در بازارهای مالی ایران مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### الف - تسهیلات و مؤسسات مالی در بازار سرمایه ایران

چنانچه پیش تر گفته شد، تسهیلات و مؤسسات در بازار سرمایه و بازار بورس اوراق بهادار، زمینه ساز قوت عمل و کارآیی بازار است. از جهت تسهیلات می‌توان انواع ابزارها و اوراق بهادار و تسهیلات قانونی اطلاع رسانی و انواع واسطه‌های مالی سرمایه گذاری را نام برد که جریان سرمایه گذاری را تسهیل می‌کنند. و از جهت مؤسسات نیز گروه‌های مؤسساتی فعال شامل مؤسسات تأمین مالی، مؤسسات سرمایه گذاری، مؤسسات واسطه مالی و مشاوره سرمایه گذاری خدمات خود را به شرکت‌ها و سرمایه گذاران ارائه می‌دهند. در ادامه به بررسی این جهات در بازار سرمایه ایران می‌پردازیم.  
یک) تسهیلات

تسهیلات در بورس اوراق بهادار و بازار سرمایه ایران از دو جهت زیر بررسی می‌شود:

#### ۱. شفافیت اطلاعاتی در قوانین و مقررات

یکی از موارد عمده افشاء اطلاعات مالی توسط شرکت‌ها در هنگام پذیرش آنها در بورس است.

افشاء اطلاعات با وسائل مختلف امکان‌پذیر است، مثل نشریات و روزنامه‌های کثیر الاتصال، تلویزیون، و نشریات ادواری (هفتگی، ماهانه، فصلی، سالانه). علاوه بر این‌ها رقابت شرکت‌های سرمایه گذاری و کارگزاری خصوصی نیز در زمینه اطلاع رسانی می‌تواند تأثیرگذار باشد.

قوانین و مقررات بازار بورس اوراق بهادار تهران در جهت افشاگری اطلاعاتی چهار اقدام عمده را عملی نموده است: الف. افشاء اطلاعات از طریقأخذ اطلاعات از شرکت‌های متقاضی ورود به بازار بورس، بیشترین اطلاعات را در اختیار سرمایه گذاران قرار می‌دهد. این اطلاعات در ضمن گزارش‌های حسابرسی شامل گزارش‌های حسابرسان و بازرسان قانونی، گزارش‌های شش ماهه و سالانه، گزارش‌های هیأت مدیره به مجمع غمومی و فوق العاده، و در ضمن مدارکی که از شرکت‌ها اخذ می‌شود،

تجزیه و تحلیل و منتشر می شوند.

ب. با تبیین وظایفی که بر عهده بعضی از ارکان بورس قرار داده است بخش دیگری از اطلاعات منتشر می شود. در ادامه به مواردی از این وظایف اشاره می کنیم. ۱ - در اساسنامه سازمان کارگزاران به مواردی برخورد می کنیم که حرکتی است در راستای افشاگری اطلاعاتی. در این اساسنامه بند (۱) و (۲) ماده (۴) می گوید: موضوع کار سازمان کارگزاران عبارت است:

یک - ایجاد تسهیلات لازم برای خرید و فروش انواع اوراق بهادر، دو - اعلام نرخهای اوراق بهادر در بورس.<sup>(۱)</sup>

۲ - آیین نامه اجرایی سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادر: این آیین نامه کارگزاران را مجاز به انتشار اطلاعاتی در مورد خود و موظف به بیان فعالیت‌های خود در مؤسسات اوراق بهادر دیگر و صورت حساب عملیات بورس خود در پایان هر سال به هیئت مدیره نموده است.

۳ - آیین نامه معاملات در بورس شرایط معامله در بورس توسط کارگزاران را بیان کرده است.<sup>(۲)</sup>

۴ - آیین نامه هیأت پذیرش اوراق بهادر در بورس؛ بر اساس آیین نامه فوق اطلاعات لازم از متقاضیان ورود به بورس به شرح ذیل دریافت می گردد:

یک - مدارک: شامل اطلاعات مختلفی در مورد معرفی خود شرکت، اعضاء و مدیران، فعالیت‌ها، قراردادهای سرمایه‌گذاری و طرح توسعه و...

دو - حساب سود و زیان و تراز نامه شرکت، گزارش حسابرسی دارایی، گزارش حسابرسان مورد تأیید هیأت پذیرش، صورت جلسه‌های مجامع عمومی، بودجه مدون سال جاری و...<sup>(۳)</sup>.

۵ - در قانون تجارت نیز، قانونگذار شرکت‌ها را ملزم به ارائه گزارشات و صورتهای مالی و رعایت بعضی ضوابط، و خودداری از انجام بعضی امور، نموده است که در برگیرنده افشاگری اطلاعات زیادی است مندرجات اوراق سهام و اوراق قرضه، تعداد و شرایط سهام و اگذاری به مدیران، تنظیم صورت خلاصه دارایی و بدنه شرکت، صورتهای مالی و گزارش مدیران ۱۵ روز قبل از تشکیل مجمع عمومی، گزارش بازرگان در مورد تشکیل مجمع عمومی ده روز قبل از تشکیل مجمع، ممتنع کردن فعالیت معاملاتی حسابرسان (مستقیم یا غیرمستقیم)، بعض مواردی است که منجر به افشاء اطلاعات می شود.

۱. مجموعه قوانین مقررات و آیین نامه‌های بورس، ص ۸۹

۲. همان، ص ۳۵

۳. همان، ص ۲۵

۲- ابزارهای مالی در بازار سرمایه ایران، ابزارها بسیار محدود بوده و عمدهاً سهام شرکت‌ها هستند که در بازار بورس معامله می‌شوند.

(دو) مؤسسه‌های نهادهای مالی  
بازار اولیه در ایران قانون مند نبوده و فعالیت چندانی ندارد. اما بازار ثابویه در برگیرنده بازار بورس اوراق بهادار تهران و بازار بسیار محدود و غیر منضبط خارج از بورس است.<sup>(۱)</sup>

در دوره قبل از پیروزی انقلاب اسلامی، تنها ۵ شرکت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه تأسیس گردید. بعد از انقلاب، هم‌مان با رونق مجدد بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، روند تأسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری شدت گرفت و تعداد ۴۰ شرکت تا سال ۱۳۷۵ تأسیس و راه اندازی شد، از این تعداد تا پایان سال ۱۳۷۶، ۱۳ شرکت در بورس پذیرفته شده‌اند در جاییکه در ابتدای فعالیت مجدد بورس فقط ۳ شرکت در بورس پذیرفته شده بودند. طی سالهای ۱۳۷۰ - ۱۳۷۰ به طور متوسط بیش از ۲۰ درصد حجم معاملات بورس تهران توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس صورت گرفته است، و از نظر ارزش، درصد سهم شرکت‌های سرمایه‌گذاری به کل ارزش جاری سهام، بطور متوسط در سالهای فوق الذکر حدود ۳ درصد بوده است. این در حالی است که در برخی کشورهای صنعتی (ایتالیا، آلمان، ژاپن و انگلستان) این رقم به حدود ۱۳ درصد و در برخی کشورهای در حال رشد (هنگ کنگ و چین) حدود ۳۰ درصد کل ارزش جاری سهام می‌رسد. بتایراین نسبت‌های فوق میزان فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری را در بازار سرمایه ایران به اندازه‌ای بسیار محدود نشان می‌دهد. گرچه از آغاز فعالیت مجدد (۱۳۶۸) تاکنون روند افزایشی داشته است.<sup>(۲)</sup>

شایان توجه است که تعدادی از شرکت‌های فوق یعنی سرمایه‌گذاری سپه، سرمایه‌گذاری بانک ملی، سرمایه‌گذایی ملت، شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بانک‌ها هستند، که به ترتیب ۱۸/۶۰ درصد بانک سپه، ۶۷/۹۶ درصد بانک ملی ایران و ۵۲/۸۹ درصد بانک ملت و شرکت‌های تابعه، مالکیت سهام این شرکت‌ها را بر عهده دارند.<sup>(۳)</sup> این امر گرایی سطح بالای دخالت دولت در عملیات بورس است. انحصار از هر نوعی باشد، دولتی یا غیردولتی، یا تضعیف رقابت، کارآیی بازار را کاهش می‌دهد.

شرکت‌های بیمه گر در بازار سرمایه که در بورس نیز فعالیت دارند، عبارتند از بیمه مرکزی ایران، سازمان تأمین اجتماعی و شرکت بیمه ایران که دولتی بوده و جوابگوی نیازهای یک بازار سرمایه توسعه یافته نمی‌باشند. صندوقهای بازنشستگی موجود عبارتند از صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها و

۱. گفتنی است که اخیراً بورس اوراق بهادار دو شعبه در مشهد و تبریز تأسیس نموده است.

۲. حاجیان، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.

۳. سازمان بورس، مدیریت بررسی‌ها، ۱۳۷۵.

۴. سازمان بورس اوراق بهادار، نشریات مختلف.

صندوقهای بازنیستگی کشوری. این صندوق‌ها از نظر مدیریت و عملیات سرمایه‌گذاری و میزان تأمین رشد سرمایه در این مؤسسه‌های مالی مورد بررسی و کنترل و نظارت قرار می‌گیرند. صندوق‌های بازنیستگی و بیمه‌گر و تأمین اجتماعی از جهات گوناگون چون حجم زیاد سرمایه آنها و تعهد آنها در برابر متقاضیان در بازار سرمایه از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند.

خلاصه اینکه در حال حاضر بازار سرمایه ایران از حیث مؤسسه‌ات و نهادهای مالی وضعیت مناسبی نداشته و بسیار محدود است، بگونه‌ای که منحصر است به بازار بورس تهران و شرکت‌های موجود در آن و از جمیت تسهیلات نیز، ابزارها و اوراق بهادر مورد معامله در بازار سهام تهران برخلاف ابزارهای موجود در بازارهای جهانی، محدود به سهام عادی است چنانچه تعداد کارگزاران و تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بسیار محدود و غیر قابل مقایسه با کشورهای توسعه یافته و حتی با برخی کشورهای در حال توسعه است.<sup>(۱)</sup>

جدول (۱) تسهیلات و مؤسسه‌ات در بازار سرمایه ایران در مقایسه با تعدادی از بازارهای سرمایه<sup>(۲)</sup>

ردیف	بازار سرمایه	تسهیلات	تعداد	مؤسسه‌ات		
		زمان تسویه معاملات	زمان تسویه معاملات	آغاز ارائه	تعداد شرکت‌ها	تعداد کارگزاران
۱	اسلووونی	۲ روز	استداد خزانه، سهام، انواع قرضه	مکانیزه	۲۷	۴۵
۲	اردن	۳ روز	سهام، قرضه دولتی و شرکتی	نیمه مکانیزه	۱۱۶	۱۹۲
۳	پاکستان	۱۳ روز	سهام عادی - ممتاز	غير کامپیوتري	۷۲۴	۲۰۰
۴	ترکيه	۲ روز	استداد خزانه - سهام - قرضه	مکانیزه	۱۸۹	۱۷۵
۵	ایران	۶ روز	سهام - اوراق مشارکت	نیمه مکانیزه	۲۱۲	۴۰

ب - قوانین و مقررات موجود در بازار سرمایه ایران و تحولات ایجاد شده در آن

۱ - قانون تأسیس بورس اوراق بهادر تهران در سال ۱۳۴۵ به تصویب رسید. این قانون از بخش‌های عمدۀ ای شامل قانون تأسیس بورس اوراق بهادر، آیین نامه اجرایی تأسیس بورس، آیین نامه اجرایی هیأت پذیرش، حق پذیرش اوراق بهادر و حق العمل کارگزاران، اساسنامه سازمان کارگزاران بورس، آیین نامه معاملات در بورس اوراق بهادر تهران، تشکیل شده است. در ماده ۱۱ این قانون ۲۴ وظیفه برای هیئت مدیره بورس که بیانگر قدرت اجرایی بورس در اداره امور اوراق بهادر است، ذکر شده که محورهای اساسی آن نظارت، ممانعت از تخلفات و اختلالات، رسیدگی به اختلافات و تهیۀ بعضی از قوانین و آیین نامه‌های مورد نیاز است. ۲ - قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی: در تبصره ۴ ماده واحده قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی به منظور ارائه تسهیلات و کمک به کارگران و کشاورزان جهت خرید سهام، ایجاد یک سازمان مالی پیشنهاد شده است. بدین منظور در مردادماه سال ۱۳۵۴ سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی تأسیس شد. در تبصره ۵ نیز تأسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری عام پیش‌بینی شده است. ۳ - قانون جذب سرمایه‌های خارجی به صورت ورود سرمایه نقدی، کارخانه، ماشین آلات و قطعات، ابزار، حق اختراع و خدمات تخصصی با رعایت شرایط در سال ۱۳۳۴ تصویب شده و بعدها نیز اصلاحاتی بر آن وارد شده است. ۴ - یکی دیگر از قوانین مهم در بازار سرمایه ایران، بعد از قانون مالیات که در سالهای ۱۳۶۶ و ۱۳۷۰ مورد اصلاحاتی قرار گرفت، قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱ و اصلاحیه ۱۳۴۷ است. ۵ - تدوین قانون اتاق صنایع و معادن و پیش‌بینی ایجاد بازار سهام و اوراق قرضه در وظایف اتاق در سال ۱۳۴۳. ۶ - تصویب قانون انتشار اوراق قرضه دولتی در سال ۱۳۴۸. ۷ - تصویب قانون ملی شدن بانک‌ها و شرکت‌های بینه در سال ۱۳۵۸. ۸ - در سال ۱۳۷۱ بورس اوراق بهادر تهران به عضویت فدراسیون جهانی بورس درآمد. ۹ - به کارگیری سیستم مکانیزم معاملات در بورس تهران و تصویب قانون فروش اقساطی سهام قابل واگذاری متعلق به دولت. ۱۰ - در سال ۱۳۷۳ تحولات زیر صورت گرفت:

یک - تغییر بعضی شرایط پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادر، حداقل سرمایه از ۱۰۰۰ میلیون به ۳۰۰۰ میلیون و حداقل تعداد سهام دار از ۱۰۰ به ۱۰۰۰ نفر تغییر یافت. دو - انتشار اولین سری اوراق مشارکت (اوراق مشارکت نواب). سه - تصویب قانون منع از مداخله وزراء و نمایندگان مجلس در معاملات دولتی. چهار - تصویب و تشکیل شرکت خدمات بورس تهران و مقررات سرمایه‌گذاری در مناطق آزاد تجاری.

۱۱- در سال ۱۳۷۴ بورس اوراق بهادار تهران در فدراسیون بورس‌های آسیایی - اروپایی پذیرفته شد. ۱۲- در سالهای ۱۳۷۵ تا ۱۳۷۷ آیین نامه انصباطی شرکت‌های پذیرفته شده و آیین نامه انصباطی کارگزاران به تصویب رسید. همینطور در این سالها آیین نامه مربوط به منع از معاملات متکی بر اطلاعات مجرمانه، و آیین نامه معاملات مکانیزه، و قانون انتشار اوراق مشارکت به تصویب رسید.

چنانچه ملاحظه می‌شود تحولات ایجاد شده از نظر کمی و کیفی پاسخگوی نیاز بازار برای حرکت در مسیر توسعه نیست و در قیاس با بورس‌های پیش‌رفته از ابعاد مختلفی دارای نواقص است که در ادامه بحث به بعضی موارد عمده این کاستی‌های مقرراتی اشاره خواهیم نمود.

#### ج- نواقص موجود در قوانین ناظر بر بازار سرمایه ایران

۱- یکی از مهمترین نواقص موجود در قانون بازار سرمایه، مربوط به قوانین و مقررات یازار اولیه است. قانون بازار اولیه در قانون تجارت گنجانده شده است، ولی غالباً جنبه‌های حقوقی فعالیت این بازار را مورد توجه قرار داده و از نقطه نظر اقتصادی و مالی بدان نپرداخته است. در حالیکه با توجه به نقش ابزارها در بازار سرمایه و تأثیر و تأثر متقابل ابزارها نسبت به یکدیگر و اثر بخشی مؤسسات نسبت به یکدیگر، لازم است که یک مؤسسه و یا سازمان مستقل و فعال عملیات نظارت بر فعالیت شرکت‌ها را بطور مستمر پیگیری نماید.

۲- دومین نقص و مشکل اساسی در قوانین بازار سرمایه، پراکندگی و ناهمانگی بین قوانین است. زیرا مجموعه مقررات بازار سرمایه در قوانین مختلفی تبیین شده است که اهم آنها عبارتند از:

الف. قسمتی از قانون تجارت ب. قانون تأسیس بورس اوراق بهادار تهران. ج. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت. بطور طبیعی وقتی که سه قانون که دارای اهداف و مقاصد مختلف اند و سه سازمان مختلف مجری آن است و هر یک به طور جداگانه اشاره به بعضی قوانین بازار سرمایه می‌کند نمی‌تواند هماهنگی لازم در نتایج و آثار را داشته باشد.

۳- در قوانین موجود از نظر حمایتی بخصوص حمایت از سرمایه گذاران، و جلوگیری از تخلفات، پیش‌بینی لازم و کافی صورت نگرفته است.

۴- گسترش روز افزون مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه گذاری، شرکت‌های خدماتی مشاوره‌ای مالی در بازار سرمایه، پیش‌بینی مقررات لازم جهت نظارت بر

فعالیت آنها و مرکزی که بطور مستقل و با قدرت لازم عملیات نظارت را بر عهده بگیرد، لازم و ضروری است.

۵- پیش‌بینی قانونی و مقرراتی تأسیس کمیته یا هیئتی است که در زمینه ابداع و بکارگیری اوراق بهادر جدید و کارآمد، که نیاز مبرم و ضروری بازار بورس تهران و بازار سرمایه ایران است، به طور مستمر تحقیق، پژوهش و فعالیت نموده و قوانین و مقررات مربوط را تنظیم و تصویب کند، بسیار مورد حاجت و حیاتی است.

۶- پیش‌بینی‌های لازم قانونی و مقرراتی در خصوص حمایت از سرمایه گذاران در شرایط و رشکستگی شرکت‌های تولیدی و تجاری فعال در بورس و شرکت‌های سرمایه گذاری و شرکت‌های کارگزاری و کارگزاران مستقل در قانون صورت نگرفته و وجودش ضروری است.

۷- از جمله موارد دیگری که شرایط اطمینان و اعتماد را در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادر ایجاد و تقویت می‌نماید تنظیم مقررات لازم جهت نظارت و کنترل فعالیت صندوق‌های بازنیستگی و مؤسسات بیمه‌گر است که در قانون فعلی وجود ندارد.

د- انسجام و یکپارچگی در بازارهای مالی ایران  
چنانچه گذشت، بازارهای مالی منسجم، یکپارچه، فعال و گستردگی، پیش شرط اساسی یک اقتصاد روبه رشد و در حال توسعه است. در بازارهای مالی هماهنگ و منسجم هیچ یک از بنگاه‌ها وقتی تصمیم به ورود به بازار می‌گیرند و یا بنگاه‌های موجود تصمیم به افزایش سرمایه، یا مقیاس تولید، یا بهبود تکنولوژی خود می‌گیرند برای تأمین سرمایه با دشواری یا تنگی خاصی مواجه نشوند.

پس در یک بازار مالی فعال و یکپارچه و منسجم تمامی شرایط، ابزارها و ساز و کارها به کار گرفته می‌شود تا همه عوامل فعال در بازار بتوانند بدون تبعیض، بدون تحمل خطر غیر عادی، و بدون پذیرش و تحمل هزینه‌های مبادله غیر معمول به شیوه‌های مختلف و با نرخ‌های معمول و نزدیک به هم سرمایه لازم را برای خود فراهم آورند.

در مورد ایران نیز یکی از دلایل عدم وجود رقابت در بازارهای واقعی (غیر مالی) فقدان یک بازار مالی منسجم مشکل و یکپارچه است. به طور طبیعی افراد حقیقی و حقوقی که دسترسی بهتر و آسان‌تر به منابع مالی با قیمت ارزان‌تر دارند نسبت به دیگران از فرصت‌های برتری برخوردارند و در این صورت انحصار در بازارهای واقعی نتیجه طبیعی انحصار در بازارهای مالی ایران به دو بخش

رسمی (متشكل) و غیر رسمی (غیر متشكل) تقسیم می شود.<sup>(۱)</sup> بخش متشكل بازار مالی ایران از دو بازار یعنی بازار پول (سیستم بانکی) و بازار سهام (بازار بورس اوراق بهادران تهران) تشکیل شده که دولتی بوده و تحت حمایت و نظارت دولت فعالیت می کنند. در قسمت عمده‌ای از این بخش (سیستم بانکی) نرخ‌ها (قیمت‌ها) و مقادیر توسط عرضه کننده منابع مالی یعنی دولت تعیین می‌گردد و این خود عملکرد بهینه بازارهای مالی را مختل می‌کند. وجود بعضی عوامل و شرایط در بخش رسمی موجب ایجاد و گسترش بازارهای غیر رسمی شده است. عده این عوامل عبارتند از سهولت دسترسی به منابع مالی، ارزانی منابع مالی (مقدار هزینه) ... هر چه در بخش رسمی شرایط سخت‌تر و دسترسی به منابع دشوارتر باشد، نایکپارچگی و گستگی بین این بخش‌ها بیشتر می‌شود. در مقابل، پایین بودن نرخ سود سپرده گذاران در سیستم بانکی و ایعطاً پذیری بازارهای غیر رسمی در خصوص نرخ سود و وثیقه و شرایط بازپرداخت موجب روتق بازارهای غیر رسمی است. بازارهای رسمی باید با کاهش و یا حذف موانع و تسهیل شرایط، ورود به این بازارها را آسان نمایند.

جنبه دیگر گستگی و نایکپارچگی در بازارهای مالی در ایران از هم گسیختگی بین بازار پول و بازار سرمایه است. در این قسمت نیز عوامل عدیده‌ای باعث شده‌اند که این دو بازار از همانگی و انسجام لازم برخوردار نباشند. عده این عوامل عبارتند از:

- ۱ - در مقایسه بین بازار پول (سیستم بانکی) و بازار بورس اوراق بهادر بازار بورس دارای شرایط ورود سخت‌تری است.

- ۲ - نرخ‌های سود مناسب در سیستم بانکی در مقایسه با بازدهی سرمایه در بازار بورس نیز یکی دیگر از عوامل افزایش ورود به سیستم بانکی است. زیرا بسیاری از افراد دارای پس انداز، دریافت سودی مناسب و لوکمتر از سود واقعی اما بازحمت و مشقت بسیار کمتر را بیشتر طلبند.

- ۳ - پایین بودن ریسک سرمایه گذاری در سیستم بانکی (تقریباً ریسک صفر) و وجود شرایط اطمینان و احساس امنیت عامل دیگری است که تقاضای ورود به بازار بورس را کاهش می‌دهد. این در حالی است که سرمایه گذاری در بازار بورس و خریداری کردن دارایی‌های مالی از امنیت و اطمینان کافی برخوردار نیست.

- ۴ - ضمن اینکه کار فرهنگی، تبلیغاتی و حتی آموزشی در زمینه سهامداری چنانچه گذشت صورت نمی‌گیرد. در حالیکه ملاحظه می‌شود که تبلیغات سیستم بانکی برای جلب سپرده گذاران، در رسانه‌های عمومی اعم از روزنامه‌ها، مجلات و صدا و سیما،

در چه سطح وسیعی صورت می‌گیرد. سهامداری فرهنگ خاص خود را دارد که باید در جامعه ایجاد شود.

۵- وجود نایکپارچگی و ناهماهنگی بین بازار پول و بازار بورس اوراق بهادر (بازار سرمایه) باعث می‌شود که بنگاهها تمایلی برای ورود به بازار سرمایه و تامین منابع مالی مورد نیاز خود، نداشته باشند. ضمن اینکه سرمایه‌گذاران نیز به خاطر عدم وجود اطمینان کافی نسبت به حفظ اصل مال و بازدهی کافی، تمایلی به سهامداری نشان نمی‌دهند.

خلاصه اینکه از طرفی شرایط سخت ورود به بازارهای مالی رسمی موجب می‌شود بخش عمده‌ای از سرمایه‌ها به بخش غیر رسمی وارد شود و از طرفی سرمایه‌هایی نیز که به بخش بازارهای مالی رسمی وارد می‌شود عمدتاً در بانک‌ها سپرده‌گذاری می‌گردد. و بدین ترتیب حجم بسیار کمی از منابع مالی به بازار سرمایه و بازار بورس اوراق بهادر راه می‌یابد. از این روی طبیعی است که نسبت نقدینگی بازار بورس اوراق بهادر نسبت به حجم نقدینگی در جامعه و نسبت به حجم نقدینگی در سیستم بانکی، بسیار محدود باشد.<sup>(۱)</sup>

### جدول (۳) مقایسه نقدینگی بازار بورس با نقدینگی سیستم بانکی و نقدینگی کل

		نقدینگی (میلیارد ریال)			شناخت سال
		نقدینگی کل	نقدینگی بانکی	نقدینگی بورس	
سیستم بانکی به نقدینگی کل	سیستم بانکی به نقدینگی کل	به نقدینگی سیستم بانکی	نسبت نقدینگی بورس	نسبت نقدینگی کل	- نسبت نقدینگی (درصد)
۵۲/۴	۳۱/۱	۱۶/۶	۸۵۶۰۱۷/۱	۲۶۵۸۴/۶	۱۶۰۴۰۱/۵
۵۴/۹	۴۱/۳	۲۲/۷۱	۱۰۵۹۳۸/۲	۴۳۷۴۲/۵	۱۹۲۶۸۹/۲
۵۴/۱	۴۶/۳	۲۵/۰۹	۱۳۴۶۹۰/۲	۶۲۴۸۶/۶	۲۴۹۱۱۰/۷
۵۵/۵	۴۵/۹	۲۵/۴۵	۱۷۸۰۰/۶	۸۱۶۸۱/۸	۳۲۰۹۵۷/۳
۵۶/۳	۵۰/۲	۲۸/۳	۲۳۴۸۷۱/۳	۱۱۷۷۷۲/۹	۴۱۷۵۲۴/۰

مأخذ: نماگرهای اقتصادی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

چنانچه جدول فوق نشان می‌دهد نسبت نقدینگی بازار بورس به نقدینگی کل در طی این سالها رشد خوبی را نشان می‌دهد، در مجموع نتایج جدول فوق بیانگر ضعف‌های زیادی در عملکرد بورس است. زیرا از ارزش جاری بازار بورس غیرواقعی بوده و متأثر

۱. تفصیل بیشتر این بحث در جای دیگری باید صورت گیرد.

۲. در نقدینگی سیستم بانکی فقط شبیه پول (سپرده‌های غیردیداری) لحاظ شده است. ایران / ۱۸

از شرایط تورمی است. اگر چه ادامه روند افزایشی سهم بازار بورس از نقدینگی کل می تواند امیدوار کننده باشد. ضمن اینکه شرایط عمومی تورمی و بعضًا رکودی اقتصاد در این سال‌ها نیز در کاهش سرمایه‌گذاری بنگاهها و عملکرد ضعیف بورس بسیار مؤثر بوده است.

**ه- موانع اساسی تحول و توسعه بازار سرمایه در ایران**  
 چنانچه گذشت لازمه تحول و توسعه بازار سرمایه و گسترش فعالیت‌های کارآمد بازار بورس اوراق بهادار، تحول در جنبه‌های مختلف بازار از جمله قوانین و مقررات، تسهیلات و مؤسسات و نهادهای مالی جانبی و فعال در بازار سرمایه و بازار بورس و ایجاد و گسترش هم‌اچمنگی از جنبه‌های فوق الذکر و هم از جهت اهداف، بین بازارهای مالی مختلف (بازار پول و بازار سرمایه) است.

هدف از گسترش بازار سرمایه و فعالیت بازار بورس بخصوص، ایجاد و گسترش سهامداری در جامعه و از این طریق جذب سرمایه‌های پراکنده و بکارگیری آن در جهت سرمایه‌گذاری و توسعه اقتصادی است. تحقق این هدف متوقف است بر وجود شرایط مقتضی برای توسعه بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار و رفع موانع موجود در این زمینه. بازار سرمایه ایران چنانچه گذشت به لحاظ شرایط و ویژگی‌های مقتضی توسعه سهامداری دارای نواقص و محدودیت‌های عدیدهای است. علاوه بر آن موانع اساسی وجود دارد که علی فرض تحقق شرایط مذکور نیز بهره برداری از بازار سرمایه را با مشکل مواجه می‌کند. این موانع عمدتاً مربوط می‌شود به مجموعه‌ای از عوامل فرهنگی و مسائل ساختاری اقتصادی که بازار سرمایه ایران با آنها درگیر است. در ادامه، بحث مختصراً در خصوص موانع موجود خواهیم داشت. بطور کلی این موانع را به دو دسته به شرح ذیل می‌توان تقسیم کرد: مسائل و مشکلات فرهنگی و مسائل و مشکلات اقتصادی.

## ۱- مسائل فرهنگی

مسائلی چون ارجحیت مالکیت خصوصی نسبت به مالکیت غیر خصوصی (مشارکت)، حاکمیت فرهنگ بی اعتمادی در سرمایه‌گذاران در زمینه‌های مختلف چون<sup>(۱)</sup> (سودآوری شرکت، صحت عملکرد مدیران آن و...)، عدم گرایش به پس انداز، ضعف تبلیغات و فقدان آموزش عمومی به صورت برنامه‌های علمی و توجیهی از طریق رسانه‌های عمومی، از مهمترین عوامل فرهنگی عدم توسعه بازار سرمایه در کشورهای

توسعه نیافته از جمله ایران است. علاوه بر این در کشورهایی مثل ایران که در پی تحقق بازار اسلامی است، در زمینه فرهنگی با مشکلات خاص دیگری که ناشی از عدم آشنایی با موازین و مقررات اسلامی است مواجه می‌باشند. کار آموزشی، علمی، تبلیغاتی و رسانه‌ای در جهت رفع مشکل فوق بسیار ضروری است.

## ۲- موانع و مسائل ساختاری اقتصادی

مسایل زیر بنایی اقتصادی مهم‌ترین عامل غیر فرهنگی عدم توسعه در بازار سرمایه است. از جمله مشکلات اقتصادی در زمینه منع از توسعه بازارهای سرمایه، مربوط به ساختار بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه است. بر اساس نظریه ریبیزنسکی (Rybaczinski) کشورهای مختلف از نظر ساختار مالی در یکی از سه نوع مختلف ساختار مالی یعنی بانک محور، بازار محور و کاملاً بازار محور قرار دارند.

ساختار مالی نوع اول، مانع قطعی نوآوری و ابداعات مالی است و عمده بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه از این نوع بوده و با ویژگی‌هایی چون واسطه‌های مالی اندک، هزینه مبادلات بالا، ابزارهای مالی محدود... همراه می‌باشد. ساختار مالی بانک محوری عامل عمدۀ گستنگی و نایکپارچگی در بازارهای مالی است.

بانک‌های مالی در ایران نیز از نوع اول است که یک نظام مالی با ساختار بانک محوری است. و این مشکل ریشه در برخی مشکلات ساختاری در سطح کلان اقتصادی از جمله دخالت بیش از حد دولت در اقتصاد و عدم مشارکت بخش خصوصی و ضعف‌های اساسی در مدیریت اقتصاد که تأثیر بسیار زیادی روی عملکرد غیر بهیئة بازار پول و بازار بورس داشته و عملکرد غیر بهیئة بازار مالی را به دنبال دارد و یکی از مهمترین گامهای اساسی در جهت اصلاح ساختار اقتصاد حرکت در فرایند آزاد سازی مالی و فرایند خصوصی سازی از طریق بازار بورس به عنوان یک واسطه کلان است.

به منظور اجرای سریع‌تر خصوصی سازی، حرکت خصوصی سازی باید عمدتاً بر خصوصی کردن مدیریت استوار باشد نه الزاماً مالکیت.<sup>(۱)</sup>

### بخش سوم

#### ویژگیهای بازار بورس در نظریه اقتصاد اسلامی

در این قسمت ابتدا اشاره‌ای مختصر به برنامه توسعه اقتصادی و اجتماعی در نظریه اقتصاد اسلامی داشته و ویژگی‌های آن را ذکر نموده، جایگاه بزنامه مالی، ضرورت استفاده از روش‌های تأمین جدید مالی در برنامه توسعه اسلامی و ویژگی‌های روش تأمین مالی در اسلام را بیان خواهیم نموده و سپس ویژگی‌های بازار مالی و بازار سرمایه در نظر بر اقتصاد اسلامی را تشریح خواهیم نمود.

#### الف - برنامه توسعه در اسلام<sup>(۱)</sup>

اسلام معتقد است که نگاه مادی به انسان و توجه تنها به جنبه مادی وجود انسان نمی‌تواند جوابگوی همه احتیاجات انسان باشد. هیچ راهی برای بشر جهت نزدیک شدن به توسعه همه جانبه که همه جوانب زندگی و حیات انسان را در بر گیرد، نیست بجز توصل به روش دین الهی. بنابراین بر اساس تفکر اسلامی، نگاه به انسان و حیات او، نگاه جامعی است که او را متكوّن از دو جنبه جسم و روح دانسته و احتیاجات و مطالبات او را منحصر به نیازهای مادی نمی‌کند. بدین جهت مفهوم توسعه در اسلام از جهت شمول بر تمامی ابعاد وجودی انسان، از سایر برداشت‌ها نسبت به توسعه ممتاز و مشخص است. امام علی<sup>(ع)</sup> در این مورد می‌فرماید: اعلموا عباد الله ان المتقين ذهبوا بعاجل الدنيا و آجل الآخره فشارکوا اهل الدنيا في دنيا هم ولم يشاركوا اهل الدنيا في آخرتهم، سکتوا الدنيا بأفضل ما سُكنت وأكلوها بأفضل ما أكلت، فحظوا من الدنيا بما حظى به المترفون وأخذدوا منها ما أخذده الجباره المتكبرون، ثم انقلبوا عنها بالزاد المبلغ والمتجر الرابع.<sup>(۲)</sup> ملاحظه می‌شود که امام علی<sup>(ع)</sup> بهره برداری از دنیا را به دو منظور توصیه می‌کند: ۱- تأمین معاش و زندگی دنیوی، ۲- تهیه زاد و توشه برای آخرت. در ادامه مطالبی را به طور خلاصه در مورد برنامه توسعه در اقتصاد اسلامی ذکر خواهیم نمود.

یک) هدف توسعه در اسلام

۱. التنمية الاقتصادية في الكتاب والسنّة، ص ۴۲ - ۳۷.

۲. نهج /کتاب، ۲۷، ترجمه سید جعفر شهیدی؛ بحار / ۳۳ / ۵۸۱ / ۵۸۶ / ۷۲۶. ترجمة روایت: ای بندگان خدا بدانید که پر هیزگاران - مُرْدَنْد و - میوه و ثمره دنیای گذرا و آخرت پایدار را برداشتند. با مردم دنیا زیستند هر چه نیکوترو و نعمت دنیا را خوردنده هرجه بهتر (به قدر ضرورت و به مقدار رخصت). پس، از دنیا چون ناز پروردگان نصیب برداشتند و چون سرگشتن نعمت آن را خوردنده (از نظر لذت بردن)، سپس از این جهان رخت برپستند با توشه‌ای که به مقصدشان رساند. و سوادایی که سودشان را فراهم گرداند. در دنیا زهد چشیدند و یقین کردند که فدرا در آخرت همسایه خدا گردند.

در چارچوب تفکر اسلامی، توسعه اقتصادی خود فی نفسه هدف نیست، بلکه وسیله‌ای برای به بار نشستن تمامی استعدادهای انسان جهت رسیدن به سعادت ابدی و اتصال به کمال مطلق است. پس علاوه بر توجه به شاخص‌های مادی از قبیل «درآمد ناخالص ملی»، آموزش، آزادی انتخاب، مشارکت سیاسی و...، توجه به شاخص‌های معنوی مانند ایمان، تقوی و عمل صالح و اخلاقی و... نیز ضروری است.<sup>(۱)</sup>

دو) ویژگی‌های روش توسعه در اسلام

در این قسمت به تعدادی از مهمترین ویژگی‌های برنامه توسعه در اسلام اشاره می‌کنیم.

#### ۱- نقش اساسی ارزش‌های معنوی در توسعه

یعنی علاوه بر جهات مادی باید فعالیت‌ها و برنامه‌ها در جهت اعتلای ارزش‌های معنوی نیز باشد. اهداف اقتصادی باید در جهتی بوده و بگونه‌ای تنظیم شود که رسیدن به اهداف معنوی را به دنبال داشته و محقق سازد. در روایتی از پیامبر(ص) آمده است که فرمود: «العبادة عشرة أجزاء، تسبعة أجزاء في طلب الحلال». <sup>(۱)</sup> یعنی عبادت متشکل از ده جزء است که نه جزء آن طلب مال حلال است. اداره جامعه و خانواده از طریق فعالیت‌های حلال اقتصادی متضمن سعادت انسان است. بنابراین اگر عملیات اقتصادی در مسیر صحیح و بدنبال هدف صحیح و انسانی باشد، تاثیر به سزاگیری در شکل‌گیری و تقویت اهداف معنوی خواهد داشت. <sup>(۲)</sup>

#### ۲- رفع نیازهای اساسی فقراء

برنامه توسعه در اسلام در صورت پیاده شدن، موجب حذف فقر از جامعه خواهد شد، و این امر مهم یعنی برچیدن فقر از جامعه بطوریکه همه افراد بهره کافی از حیات کریمه خود ببرند، تنها یک هدف نیست، بلکه روش عملی برای اجرای برنامه توسعه اسلامی در جامعه است. چنانچه امام صادق(ع) می‌فرماید: لَوْ أَخْرَجَ النَّاسَ زَكَاةً أَمْوَالَهُمْ مَا احْتَاجَ أَحَدٌ. <sup>(۳)</sup> یعنی اگر مردم زکات مال خود را پردازند احدی محتاج نخواهد بود و روایات فراوان دیگری که در بردارنده مضمون روایت فوق بوده و تأکید بر فقرزدایی از جامعه دارند.

#### ۳- تعادل

۱. التنبية، ص ۴۲ - ۴۷.

۲. بخارى / ۷۷ / ۶ / ۲۷.

۳. التنبية، ص ۲۳.

۴. کافی / ۳ / ۵۰۷ / ۱.

برنامه توسعه باید متعادل و همه جانبه باشد، همانگونه که به تولید و افزایش ثروت باید توجه شود، به جنبه توزیع نیز باید توجه گردد. زیرا سوء توزیع در واقع راه اختکار و اکتساز را هموار می کند و این مطلوب اسلام نیست. توزیع ثروت در جامعه اسلامی دو مبنای اساسی دارد یکی کار و تلاش که هر کس به اندازه تلاشی که دارد مالک حاصل کار خود می شود، دیگری، نیاز افراد است، انسان هایی که توانایی کار ندارند، باید نیازهای آنان را تأمین کرد و این وظیفه بر عهده آحاد مردم است چنانچه دولت نیز وظیفه دارد.<sup>(۱)</sup>

تعادل و اعتدال در کار، موجب اتقان و استواری و استحکام آن خواهد بود، پیامبر (ص) می فرماید: ان الله يحب من العبد اذا عمل عملاً ان يتقنه.<sup>(۲)</sup> خداوند دوست دارد و انتظار دارد که وقتی بندهای کاری را انجام می دهد آن را با استحکام و برنامه ریزی دقیق انجام دهد.

## ۵- واقع گرایی

واقع گرایی اینکه یعنی برنامه توسعه باید متناسب با واقعیت‌ها و امکانات موجود باشد. یکی از موارد تعیین کننده این ویژگی (واقع گرایی)، توجه به واقعیات در تعیین منابع تامین مالی برنامه توسعه دولت است. در این جهت در برنامه توسعه ذر اسلام به نکات ذیل توجه شده است:

الف - وجوب خمس (۲۰٪) بر مازاد از مصارف یک سال فرد، بیانگر این است که نگرش اسلام واقع بینانه بوده است، زیرا می توانست بطور مطلق بگوید (۲۰٪) درآمد سال بعنوان خمس پرداخت شود ولی اجرای چنین قانونی با مشکل مواجه می شد. و پیش‌بینی برنامه را با مشکل جدی تری مواجه می کرد.<sup>(۳)</sup>

ب - وجوب زکات زمانی است که یکی از موارد تعلق زکات را به حد نصاب داشته باشد، و یا در زکات فطره گفته است، زکات بر کسی واجب است که مخارج سال خود را داشته باشد، و این مطلب گویای این است که اسلام در برنامه توسعه خود با مسائل، واقع بینانه برخوردار کرده است.

ج - یکی دیگر از موارد تعیین منابع مالی، تعیین حقی برای فقراء در اموال ثروتمندان است. یعنی آنگاه که اسلام در برنامه توسعه خود بدنبال حذف فقر از جامعه است، بطور دقیق منابع تامین مالی آن را مشخص نموده و ثروتمندان را موظف به پرداخت حق

۱. ابراهیم عسل، ص ۸۸

۲. صحیح مسلم.

۳. ابراهیم عسل، ص ۸۸

محروم و مستمندان نموده است، چنانچه در سوره معارج، آیه ۲۴ و ۲۵ می‌فرماید: «والذین فی اموالهم حق معلوم للسائل والمحروم».<sup>(۱)</sup> یعنی مصلین کسانی هستند که در اموال آنها حق معلوم و معینی برای سؤال کنندگان و محرومان قرار داده شده است.

ب - در تعریف و تبیین ویژگی‌هایی به عنوان هدف اصلی توسعه نیز واقع گرایی اسلام مشهود است، زیرا در این تعریف از هر گونه تعصب قومی، ملی، عربی، و... پرهیز نموده و کرامت و شخصیت اصلی فرد را فقط در انسان بودن و ارتباط او با خداوند یعنی داشتن ایمان و تقوی می‌داند. چنانچه در قرآن می‌فرماید: «یا ایها الناس انا خلقناکم من ذکر و انشی و جعلناکم شعوباً و قبائل لتعارفوا إِنَّ اكْرَمْكُمْ عِنْدَ اللَّهِ اتْقِيَّكُمْ».<sup>(۲)</sup>

#### ۶ - عدالت

یکی دیگر از ویژگی‌های مهم برنامه توسعه در اسلام هماهنگی و مقارنت آن با عدالت است. چنانچه در آیه شریفه می‌فرماید: «إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ...»<sup>(۳)</sup>.

اسلام بر تحقق عدالت در همه امور، تاکید کرده است. مثلاً در تعیین منابع تامین مالی برنامه توسعه علاوه بر اینکه نگرشی واقع بینانه داشته چنانچه گذشت، عادلانه نیز بوده است. زیرا همانگونه که ثروتمندان حق زندگی و بهره برداری از نعمت‌های الهی را دارند، فقراء نیز این حق را دارند و باید زندگی آنها در حدی که کرامت انسانی آنها حفظ شود، تأمین گردد.<sup>(۴)</sup> امام علی(ع) در حدیثی می‌فرماید:

إِنَّ اللَّهَ فِرَضَ عَلَى الْأَغْنِيَاءِ وَحْقَ عَلَى الْأَمْوَالِمِ بَقْدَرِ مَا يَكْفِيُ فَقَرَاءُهُمْ فَانْجَاعُوا إِلَى عَرَفٍ وَجَهِدُوا، فَبِمَنْعِ الْأَغْنِيَاءِ وَحْقَ عَلَى اللَّهِ أَنْ يَحْاسِبَهُمْ يَوْمَ الْقِيَامَةِ وَيَعْذِبَهُمْ.

تأمین زندگی و نیازهای فقراء به حد کفایت یک توزیع عادلانه است، زیرا امام(ع) می‌فرماید: اگر زندگی فقراء تأمین نمی‌شود به خاطر منع و ظلم اغنياء است و اغنياء به خاطر این کارشان مستحق عذاب الهی می‌باشند. از مقابله دو عنوان (ظلم و عدل) معلوم می‌شود که طرف مقابل یعنی تأمین حد کفایت زندگی فقراء یک توزیع عادلانه ثروت

۱. معارج / ۲۴ و ۲۵.

۲. حجرات / ۱۳. ترجمه آیه: یعنی ای انسان‌ها ما همه شما را از یک مرد و زن (یک پدر و مادر) خلق کردیم [و سپس] گروه گروه و قبیله قبیله گرداندیم تا یکدیگر را شناخته و مأنوس شوید [پس این اختلاف ملاک امتیاز نیست] چون ملاک برتری در نزد خداوند تقواست.

۳. محل / ۹۰.

۴. ابراهیم عسل، ص ۹۲. ترجمه روایت: به طور حتم خداوند آنچه را در اموال غنياء واجب کرده است [باید به فقراء بدھند] برای رفع نیاز فقراء کافی است. پس اگر فقراً گرسنه باشند و یا برهمه باشند و به مشقت بینند، به خاطر این است که اغنياء حق فقرا را پرداخت نکرده‌اند و سزاوار است که خداوند روز قیامت از آنها بازخواست نموده و آنها را عذاب نماید. (به نقل از عبدالعظيم بن عبد القوى المنذری، الترغیب و الترهیب).

است. بنابراین نگرش اسلام به توسعه<sup>(۱)</sup> بر این پایه استوار است که خداوند سبحان جهان را آفرید و انسان را در زمین جانشین خود قرار داد تا بر اساس شریعت الهی و اسلامی مسیر تکامل را طی کند. از او خواسته شده تا زمانی که در این دنیا است نه تنها آخرت خود را بسازد، بلکه دنیا و زندگی دنیا را نیز فراموش نکرده و همواره برای رسیدن به آن هدف اصلی، دنیای خود را نیز ساخته و از آن بهره‌برداری نماید. بنابراین با توجه به تعریف توسعه در اسلام و اهداف و ویژگی‌هایی که برای آن ذکر کردیم چنین استفاده می‌شود که برنامه توسعه در اسلام یک برنامه منسجم، هماهنگ در همه کلیات و جزئیات بوده و شامل عناصری چون عقیده، عواطف و احساسات، سیاست مالی جامع و واقع‌گرا، تأمین امنیت فرد و جامعه و اخلاق و معنویت است.

### ب - منابع تأمین سرمایه در اقتصاد اسلامی

اجرای یک برنامه توسعه نیازمند منابع مالی است که بتوان سرمایه‌های مورد نیاز را از آنها تأمین کرد. پس چنانچه گذشت بخش عمده، یا یکی از بخش‌های عمده برنامه توسعه اینکه منابع تأمین مالی در آن پیش‌بینی شده باشد. از نظر ما، این بخش از برنامه توسعه در اسلام مثل سایر بخش‌ها منظم، دقیق و هماهنگ طراحی شده است. در برنامه توسعه در اسلام و نظام اقتصاد اسلامی منابع تأمین مالی به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند:

۱. منابعی که به منظور تأمین مخارج مصرفی مورد استفاده قرار می‌گیرند، مواردی از قبیل زکوة، خمس، خراج و... که نوعاً موارد مصرف آنها نیز تعیین گردیده است، تأمین کننده مخارج مصرفی هستند. یعنی دولت اسلامی در برنامه توسعه‌ای خود که تدوین و تنظیم می‌کند و با کمک بخش خصوصی در صدد اجرای آن است، از این منابع برای تأمین مخارج مصرفی (یعنی همان مخارجی که معین شده) استفاده نمایند.
  ۲. منابعی که مصارف عام دارند یعنی هم به منظور مخارج مصرفی و هم به منظور مخارج تولیدی و تجاری می‌توان از آنها بهره گرفت، مثل قرض و مواردی که به اختیار والی واگذار شده است.<sup>(۲)</sup> و یا اینکه مختص تأمین مخارج تولیدی و تجاری است، یعنی چه دولت و چه بخش خصوصی، از آنها فقط در جهت تأمین مخارج سرمایه گذاری استفاده می‌کنند، مثل مضاریه، مساقاة، مشارکت و....
- منابع تأمین مالی جهت سرمایه‌گذاری که در بالا ذکر شد، خصوصاً مورد اخیر، به

۱. ابراهیم عسل، ص ۷۶-۷۷.

۲. ابراهیم عسل / ص ۲۸۲.

روش‌های مرسوم و سنتی، حجم عظیم سرمایه‌های مورد نیاز را در عصر جدید نمی‌تواند تأمین کند. لذا در قسمت بعدی به بحث ضرورت استفاده از روش‌های جدید می‌پردازیم.

### یک - ضرورت استفاده از روش‌های جدید تأمین مالی

گستردگی فعالیت‌های اقتصادی و به تبع آن گسترش شدن نیازهای مالی در عصر جدید، انسانها را وادار به استفاده از روش‌های جدید تأمین مالی و تجمیع سرمایه‌های لازم، نموده است. امروزه به جهت تسهیل در امر تأمین مالی از ابزارها، نهادها و وسائل مختلفی استفاده می‌شود، شکل امروزی بازارهای مالی شامل ابزارها، موسسات و نهادهای مالی، و معاملات و فعالیت‌های جاری در آن، که در طول سالهای متتمادی تغییر و تحول یافته، متكامل شده و به شکل امروزی در آمده است و هنوز از ابعاد مختلفی در حال تحول و تکامل است، نمونه‌هایی از این تسهیلات است. این بازارها چنانچه قبل از اشاره کردیم دارای ویژگی‌ها و خواص زیر می‌باشند: الف - انجام معاملات مالی و تأمین منابع مالی مورد نیاز سرمایه‌گذاری را به شدت آسان نموده است. ب - مبنای بسیاری از معاملات جاری در این بازارها مشارکت است. ج - روش جاری در این بازارها، به منظور تأمین منابع سرمایه‌ای، از جمله مسائل مستحدثه<sup>(۱)</sup> بوده و در عصر شارع رواج نداشته است، بنابراین حکم بالخصوص برای آن در کتاب و سنت بیان نشده است و برای استنباط حکم آن باید به عمومات و قواعد کلی فقهی مراجعه نمود. با توجه به ویژگی‌ها و خواص فوق الذکر ضرورتی که از گذشته نه چندان دور تاکنون مجامع و ملل پیشفرته را وادار به استفاده از بازارهای مالی به شکل فعلی آن نموده است، در اندازه‌هایی بسیار بزرگتر و وسیع‌تر، در جوامع اسلامی در حال توسعه وجود دارد، بنابراین ملل مسلمان در حال توسعه مدامی که خود روش بهتر که کارآیی همان روش معمول را داشته باشد، بلکه از جهاتی کارآیی بیشتر داشته باشد، ابداع و اختراع نکرده‌اند، مجاز به استفاده از روش‌های معمول و مرسوم فعلی که قابل تطبیق با شرع مقدس اسلام نیز باشد، هستند.

### دو - لزوم تطبیق با قواعد فقهی

به جهت مستحدثه بودن این موضوع و مسئله، تطبیق آن با قواعد فقهی ضروری است.

از بررسی قواعد فقهی مرتبط با موضوع فوق استفاده می‌شود که سه اصل کلی باید بر فعالیت‌ها و ابزارهای مالی موجود در بازارهای مالی و بازار سرمایه حاکم باشد:<sup>(۲)</sup>

#### ۱ - اصل مشارکت؛ این اصل می‌گوید که کلیه مبادلات و معاملاتی که در بازارهای

۱. این مسائل به نامهای دیگری چون: قضایای مستجدة، نوازل، واقعات و فتاوى نیز نامیده شده‌اند. (محمد

عثمان شبیر، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص ۱۱).

۲. سرآبادانی؛ ص ۴۲

مالی از جمله بازار سرمایه صورت می‌گیرد، باید غیر ریوی باشد. چنانچه در قرآن می‌فرماید: «اَحْلُّ اللَّهِ الْبَيْعُ وَ حَرَمُ الرِّبَا».

۲ - اصل توازن عرضه و تقاضا؛ این اصل می‌گوید عواملی که موثر در عرضه و تقاضای اوراق بهادار در این بازار هستند باید طبیعی باشند. افراد حقیقی، یا حقوقی، حق ندارند تغییرات غیر متعارف و غیر طبیعی در عرضه و تقاضا ایجاد کنند. پس کلیه فعالیتهایی که موجب تغییرات غیر متعارف در عرضه و تقاضای اوراق می‌شوند، مثل اختکار، سفته بازی، تبانی و تشکیل باندهای معاملاتی (خرید و فروش) و... ممنوع است.

۳ - اصل اطلاع رسانی و جریان اطلاعات؛ این اصل می‌گوید جریان اطلاعات در بازار باید روان، طبیعی و بدوفن هیچ مانعی صورت گیرد. هیچ فردی حق استفاده از اطلاعات سری که آثار بسیار مهم روی عرضه و تقاضا و قیمت اوراق مالی دارد، را ندارد. ضمن اینکه فریب دادن و استفاده از جهل و عدم اطلاع طرف مقابل در معامله ممنوع است. موضوع اطلاع رسانی در معاملات بقدرتی با اهمیت است که بخش قابل توجهی از فقه معاملات رابه خود اختصاص داده است. اینک به تعدادی از مواردی از فقه اشاره می‌کنیم:

الف - بطلان بیع غرری: صاحب کتاب عوائد الایام می‌گوید: «مبنای فساد بیع غرری دو چیز است: ۱ - اجماع فقیهان شیعه و بلکه اجماع فقیهان شیعه و سنی، ۲ - روایتی که از پیامبر(ص) نقل شده که: «انه نهی عن بیع الغرر». یعنی پیامبر(ص) بیع غرری را نهی کردن.

البته ظاهرا اساس فتوای به فساد بیع غرری روایت فوق باشد و اجماع فرقین مدرکی بوده و مدرکش همین روایت منقول از طریق فرقین است. پس اجماع، اجماع تعبدی کاشف از قول معصوم نیست.<sup>(۱)</sup> و می‌ماند روایت فوق.

دانستن دو مطلب در استفاده فساد معامله از روایت فوق موثر است: ۱ - معنای غرر، ۲ - معنای نهی. غرر را به معنای خدعاً و به معنای جهل و خطر ذکر کرده‌اند. بسیاری از فقیهان از جمله امام خمینی(ره)<sup>(۲)</sup> و آیت‌الله خوبی(ره)<sup>(۳)</sup> گفته‌اند که احتمال دارد که غرر به معنای خدعاً باشد و در آن صورت نهی مختص به نهی تکلیفی یعنی حرمت بیع غرر می‌شود؛ ولی امام(ره) سرانجام احتمال اینکه غرر به معنای جهل و خطر باشد را ترجیح داده و نهی در روایت را حمل بر فساد و بطلان معامله غرری می‌کند.<sup>(۴)</sup> در هر

۱. خوئی، ص ۲۶۷.

۲. امام خمینی، البیع، ص ۲۰۷.

۳. خوبی، پیشین.

۴. امام خمینی، پیشین.

صورت منع از بیع غرری به خاطر حکم تکلیفی (حرمت بیع) و یا به خاطر حکم وضعی (بطلان بیع غرری) از روایت فوّق قطعی است.

ب - تحریم غش: مورد دیگر که موضوع جهل در آن دخیل است، غش در معامله است. غش یعنی مخلوط کردن و پتهان کردن مال بد در مال خوب و مال غیر مقصود در مال مقصود.<sup>(۱)</sup> در روایتی از پیامبر<sup>(ص)</sup> متفق است که فرمود: «از ما نیست کسی که مسلمانی را غش کند و یا ضرری به او نزد ساند و یا او را فریب بدهد».<sup>(۲)</sup>

شیخ انصاری<sup>(ره)</sup> می فرماید: در حرام بودن غش شکی نیست و اخبار متواتر بر آن دلالت دارد. لکن ممکن است که معامله باطل نباشد.<sup>(۳)</sup>

ج - کتمان عیب: یکی دیگر از مواردی که تأکید بر لزوم جریان کامل اطلاعات در بازار دارد، منع از کتمان عیب است. پیامبر<sup>(ص)</sup> در روایتی می فرماید:<sup>(۴)</sup> «المسلم اخو المسلم ولا يحل لمسلم باع من أخيه بيعا فيه عيب الا يبينه له». یعنی هر مسلمانی برادر مسلمان دیگر است و برای هیچ مسلمانی حلال نیست که کالایی را به بردار خود بفروشد که در آن عیبی وجود دارد، مگر اینکه به خریدار عیب آن را بگویند.

و یا حضرت امیر<sup>(ع)</sup> در روایتی فرموده است:<sup>(۵)</sup> «معاشر التجار، اجتبوا خمسة اشياء: مدع البايع و ذم المشتري، واليمين على البيع، وكتمان العيوب والرّبا. يصح لكم الحال و تخلصوا بذلك من الحرام».

ه - نفی ضرر: بر اساس قاعده نفی ضرر یعنی «الاضرار ولاضرار في الإسلام»، انجام هر کاری که موجب ضرر رساندن به دیگران باشد، ممنوع شده است. حال اگر بایع (فروشنده اوراق مالی) اطلاعات دست اولی دارد که اگر آن را اعلان نکند و با استفاده از آن اطلاعات به تنها یی و یا با تبانی با عده‌ای دیگر اقدام به خرید و یا فروش اوراق مالی نموده و باعث تغییر شدید قیمت‌ها شود، به گونه‌ای که موجب اضطرار به سایر سهامداران شود چنین کاری مجاز نخواهد بود.

و - نهی از تلقی رکبان: روایات متعددی نقل شده که از تلقی رکبان نهی نموده است. از جمله این روایات، روایتی است که مرحوم شیخ طوسی در کتاب خلاف نقل کرده است. ایشان در مسأله خیار غبن می‌گویند: رُوِيَ عَنْهُ (ص) أَنَّهُ نَهَىٰ عَنْ تلقِي الرَّكْبَانِ، فَمَنْ

۱. الأنصاری، ص ۳۴.

۲. همان.

۳. الأنصاری، پیشین.

۴. سنن ابن ماجه: ج ۲، ص ۷۰۵، ح ۲۲۴۶ و سنن کبری: ج ۵، ص ۵۲۳ ح ۱۰۷۳۴.

۵. المقتنعه: ص ۵۹۱ و معدن الحوافر، ص ۵۰۵. ترجمه روایت: ای گروه تجار، از پنج چیز دوری کنید؛ مدع و تعریف بایع و مذمت کردن مشتری؛ و قسم خوردن روی معامله، پنهان کردن عیوب کالا و ریاخواری، شما مجاز به کارهای حلال هستید و به واسطه حلام از حرام فرار کنید.

تلقاها فصاحبها بالخیار اذا دخل السوق.<sup>(۱)</sup> یعنی پیامبر(ص) از تلقی رکیان نهی نموده و فرمود هر کسی تلقی رکیان نماید، صاحب آن کالا حق خیار فسخ دارد زمانی که داخل در بازار شود [و تفاوت شدیدی در قیمت‌ها مشاهده نماید].<sup>(۲)</sup>

اکثر فقهاء نهی موجود در این روایات را حمل بر کراحت کرده‌اند. اما عده‌ای نیز نهی را حمل بر حرمت نموده‌اند. فقهائی چون این براج و این ادرس و ابوالصلاح و صاحب الحداائق الناضرة قائل به حرمت شده‌اند. شیخ طوسی در کتاب النهایة تصریح به کراحت دارد ولی در کتاب خلاف و کتاب مبسوط تعبیر «لا یجوز» دارد. در هر صورت تلقی رکیان حرام باشد یا مکروه، نهی از آن دلالت دارد که شارع مقدس همواره در صدد سالم سازی و تسهیل جریان اطلاعات در بازار بوده است و تمامی مواردی را که به نوعی به جریان سالم و سریع اطلاعات در بازار خدشه و خلل وارد کند از جمله تلقی رکیان، ممنوع کرده است و لو به منع کراحتی. اگر چه اهمیت موضوع اطلاعات در جریان معاملات از نظر شارع اقتضاء می‌کند که نهی در روایات تلقی رکیان حمل بر حرمت و منع قطعی شود. پس بازار سرمایه شامل بازار سهام در نظام اقتصادی اسلام و در برنامه توسعه در اسلام دارای جایگاهی مشخص و با اهمیت بوده و چارچوب قانونی و حقوقی فعالیت آن نیز معلوم و مشخص است.

**ج - ویژگی‌های بازار سرمایه اسلامی**  
قبل از بیان ویژگی‌های بازار مالی و بازار بورس اسلامی لازم است که به دو نکته مهم اشاره کنیم:

**الف** - مبانی و چارچوب حقوقی بازار مالی و بازار بورس اسلامی از یک انعطاف پذیری خاصی برخوردار است، بدین معنا که هر فعالیت جدید و یا هر ابزار جدیدی که در بازارهای مالی مطرح شود، برای فقیه ممکن است که بر اساس قواعد فقهی آن را بررسی نموده و در صورت هماهنگی با این قواعد کلی، آن را تایید نماید.

**ب** - باید توجه داشت که قواعد فقهی فوق الذکر دو قسم است، بخشی از این قواعد ناظر به فعالیت بازارهای مالی و بازار بورس، قواعد بازدارنده است و بخش عمده قوانین و قواعد فقهی در این باب قوانین اثباتی و انگیزشی است چه در غالب قواعد الزامی مثل: «الزوم وفاء به عقد<sup>(۳)</sup>»، «الزوم رعایت عدالت<sup>(۴)</sup>»، «الزوم کسب مال حلال» و غیره، و چه

۱. الخلاف: ج، ۳، ص ۴۲ و مسلم: ج، ۳، ص ۳۳۷، ح ۱۷ و نسائي: ج، ۷، ص ۲۵۷ و بیهقی: ج، ۵، ص ۳۴۸.

۲. روایت دیگری در دعایم الإسلام: ج، ۲، ص ۳۱، ح ۶۴ و مستدرک، ج، ۱۳، ص ۲۸۱، ب، ۲۹، ح ۲ نقل شده است و همچنین ر.ک. به «امام خمینی، کتاب البيع»، ج، ۴، ص ۴۱۳.

۳. مائدہ / ۱: یا ایها الذين آمنوا اوفوا بالعقود.

۴. مائدہ / ۸: اعدلوا هر اقرب للتنوى.

در غالب قواعد غیر الرامی که موارد آن نیز بسیار زیاد است. مدیریت بازار مالی باید بگونه‌ای باشد که همه قواعد فوق (انگیزشی و باز دارنده) را به کار گرفته و سعی در عملی شدن و حاکمیت همه آنها داشته باشد. اگر انگیزه‌های معنوی و الهی رعایت انصاف، عدالت، وفای به عهد و وظیفه امانتداری و صداقت در بین افراد تقویت شود، پرهیز از محرمات و رعایت قواعد باز دارنده آسانتر بلکه قطعی خواهد بود.

با در نظر گرفتن مطالب قبلی این مقدمه می‌توان پاره‌ای از اهم ویژگی‌ها را برای بازار بورس اسلامی ذکر کرد:

۱ - حاکمیت روح خدا محوری، انصاف خواهی و عدالت جویی بر بازار؛ چنانچه در تبیین چارچوب برنامه توسعه نیز گذشت یکی از پایه‌های اساسی این برنامه توجه به معنویات و از دیدگاه معنوی به انسان و مسائل توسعه نگریستن است. پس در این بخش از برنامه توسعه یعنی بازارهای مالی نیز (به جهت هماهنگی با سایر بخش‌ها) باید این مبنای اساسی رعایت شود.

۲ - سرعت گردش سرمایه؛ در بازار بورس اسلامی به جهت اینکه افراد تلاش می‌کنند که معاملات بدون نقص و با ثبات کامل منعقد شود تا طرفین به مقصد خود برسند، از ابتدا عقد را با تمام شرائط و لوازم انجام داده و در کمترین مدت معامله را تسویه می‌نمایند و این امر موجب می‌شود سرعت مبادلات و سرعت گردش سرمایه بالا رود.

۳ - جریان سالم و سریع اطلاعات و شفاف سازی بازار<sup>(۱)</sup>؛ در بازار اسلامی، فعالان در بازار که بنا به فرض، نوع آشنا و مقید به موازین شرعی می‌باشند، اولاً، تلاش می‌کنند که هیچ عملی که موجب اضرار به دیگران است صورت نگیرد، پس حتی اطلاعات باصطلاح سری هم در بازار منتشر می‌شود. ثانیاً، فروشنده سعی می‌کند که کلیه اطلاعات لازم در مورد میبع را در اختیار خریدار قرار دهد تا خلائق در معامله وارد نشود این خلل ممکن است به صورت بطلان کلی بیع و یا به صورت ثبوت خیار فسخ باشد.

و در هر صورت اهداف اقتصادی که طرفین داشته‌اند (خصوص خود بایع) به خطر می‌افتد، پس علاوه بر جهات معنوی قضیه، توجه به منافع اقتصادی فرد (فروشنده) اقتضاء می‌کند که اطلاعات مربوط به کالای مورد معامله در تمام سطوح، به طور کامل و شفاف ارائه گردد.

۴ - قیمت‌های واقعی (بسیار نزدیک به واقعی)؛ جریان سالم اطلاعات در بازار به گونه‌ای که در بالا گفته شد، موجب می‌شود قیمت‌هایی که برای اوراق مالی شکل

۱. جهت اطلاع بیشتر در این مورد می‌توان به: نگرش اسلام به فعالیت‌های بازار بورس اوراق بهادر، از نگارنده رجوع کرد.

می‌گیرد منعکس کننده واقعیت‌ها بوده و بیانگر ارزش حقیقی آنها باشد. چون اطلاعات به طور کامل در قیمت‌ها منعکس می‌گردند.

۵- سطح بالای کارآیی؛ شفافیت اطلاعاتی در بازار بورس که موجب شکل‌گیری قیمت‌های واقعی است، معروف به کارآیی اطلاعاتی بازار بوده و در سه سطح «کارآیی ضعیف»، «کارآیی متوسط» و «کارآیی قوی» رتبه بندی شده است.<sup>(۱)</sup> در بازار مبالي و بازار بورس اسلامي با توجه به توضیحات و ویژگی‌های فوق پیش‌بینی می‌شود که از کارآیی اطلاعاتی بالايی برخوردار باشد.

۶- افزایش اطمینان و امنیت و کاهش شدید خطر (ریسک)؛ ریسک سرمایه‌گذاری گاهی عقلانی، معمولی و متعارف و مقتضای فعالیت اقتصادی است و گاهی نیز بخاطر فقدان نظام اطلاع رسانی قوی و مطمئن و واقع شدن معاملات و سرمایه‌گذاری‌ها در فضایی مبهم است. در بلزار بورس اسلامي درجه خطر و ریسک غیر متعارف، به جهت نظام اطلاع رسانی دقیق و شفاف، بسیار پایین خواهد بود و امنیت و اطمینان پرای سرمایه‌گذاران ایجاد خواهد شد.

۷- کاهش هزینه مبادلات، بخش عمده‌ای از هزینه مبادلات مربوط به کیفیت جریان اطلاعات در بازار است؛ در بازار اسلامي به علت جریان سریع و سالم اطلاعات، این هزینه‌ها کاهش می‌یابد.

۸- نظارت و کنترل در بازار اسلامي به خاطر جریان شفاف اطلاعات نیز با سرعت و به اندازه کافی صورت می‌گیرد. بنابراین نقش وجودی بسیاری از مؤسسات و نهادها در بازار اسلامي تکمیلی خواهد بود.

۹- نقش دولت در بازار سرمایه و بورس در نظام اسلامي در جهت حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران (عرضه کنندگان سرمایه) و متقاضیان سرمایه (بنگاههای تولیدی) و ایجاد امنیت و اطمینان و نظارت کامل بر جریان کامل و سریع اطلاعات و ایجاد هماهنگی بین بخش‌های مختلف بازار است. ولی بخش خصوصی فعال اصلی در بازار سرمایه و بورس است.

۱۰- انعطاف‌پذیری حقوقی و مبانی فقهی در بازار سرمایه اسلامی امکان استفاده از ابزارهای مالی متعدد را امکان‌پذیر می‌سازد.

### نتیجه

بازارهای مالی و بازار بورس اوراق بهادر در نظریه اقتصاد اسلامی، یک بازار واجد شرایط و ویژگی‌های بازار توسعه یافته از ابعاد سه گانه‌ای که قلباً به تفصیل بحث کردیم

می‌باشد. زیرا قوانین و احکام حقوقی مورد نیاز از جهت اطلاع رسانی و کنترل و نظارت بر فعالیت فعالان در بازار بورس در نظریه اقتصاد اسلامی چنانچه گذشت بسیار غنی است. از طرفی وجود سازمان‌ها و نهادهای مالی و واسطه‌ای در این بازار نواقص نادر موجود را نیز برطرف می‌نماید. اضافه بر اینکه انعطاف پذیری بازارهای مالی و بازار بورس در نظریه اقتصاد اسلامی از نظر مبانی حقوقی چنانچه گذشت امکان ابداع انواع مختلف اوراق مالی را فراهم نموده است. ضمناً این که تمامی اجزاء بازارهای مالی و بازار سرمایه در نظریه اسلامی از یک هماهنگی و انسجام خاصی برخوردار بوده و به دنبال تحقق یک هدف واحد می‌باشند. با بهره‌گیری از این نظام مالی می‌توان سه مشکل اساسی موجود در بازار سرمایه و بورس اوراق بهاردار ایران یعنی مشکل «قانونی و مقرراتی» و مشکل «عدم انسجام و هماهنگی» بین بازارهای مالی که به نظر ما مهمترین مشکل این بازار است، و همینطور مشکل «کمبود ابزارهای مالی» را برطرف نمود. مضافاً بر این، به لحاظ فنی پیشنهاداتی در جهت عملی شدن مطالب فوق و رفع نواقص موجود به شرح زیر ارائه می‌گردد:

الف - تدوین مجموعه قوانین و مقرراتی که نسبت به همه بازارهای مالی اشراف داشته و فعالیت‌های آنها را از جهت اهداف، سیاست‌ها و استراتژی‌های کلی، تنظیم نماید، الرامی است. بطوریکه هدف کلی بازارهای مالی مشخص شده و راه‌های رسیدن به آن نیز تعیین گردد.

ب - از نظر مدیریت، سازمان یا نهادی باید تأسیس شود که مدیریت کلی بازار مالی را به عهده بگیرد. ج - در عین حال هر یک از بازارها نظر مدیریت و قوانین و مقررات، وظایف و سیاست‌های جزئی بطور مستقل از سایر بازارها و تحت نظارت سازمان بازارهای مالی فعالیت می‌نماید. یعنی هر یک از بازارهای مالی در مسیر رسیدن به اهداف تعیین شده توسط سازمان بازارهای مالی، فعالیت‌ها و برنامه‌های خود را تنظیم می‌کنند. در این صورت تضادهای موجود در اهداف، برنامه‌ها و نوع عملکردها برطرف خواهد شد و هر یک از بازارها جایگاه خود را بدست آورده و تأثیر به سزاوی در تحولات اقتصادی خواهد داشت.

د - تسهیل در امر سرمایه‌گذاری، رفع موانع ورود متقاضیان به بازارهای رسمی مالی، افزایش درجه اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به فعالیت کلیه بازارهای مالی، ویژگی عمده قوانین و مقررات در کل بازارهای مالی باید باشد.

ه - طراحی و تاسیس نهادها، موسسات و شرکت‌های واسطه‌ای تامین مالی و بیمه‌گر در هر یک از بازارهای مالی بسیار ضروری است.

## «فهرست منابع»

۱. قرآن کریم
۲. کدخدایی حسین، مبانی مقررات بازار سرمایه، انتشارات پیمه مرکزی، ۱۳۷۸.
۳. التراقی احمد، عوائد اللثام، مرکز الابحاث والدراسات الاسلامیه، ۱۳۷۵.
۴. الدیشهری محمد، التئمیمیة الاقتصادیه فی الكتاب و السنة، دار الحديث، ۱۳۸۰.
۵. ختایی محمود، گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۷۸.
۶. هیتی فرشاد، جایگاه مؤسسات حرفهای در بازارهای مالی، مجموعه مقالات یازدهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی.
۷. آرمان بهمن، نقش بورس اوراق بهادر در برنامه پنج ساله دوم، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۷۹.
۸. افشاری اسدالله، مدیریت مالی در تئوری و عمل، ج ۲، سروش، ۱۳۷۹.
۹. رنانی محسن، بازار یا نایازار؟، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی، ۱۳۷۶.
۱۰. عبده تبریزی حسین، مبانی بازارها و نهادهای مالی، نشر آگه، ۱۳۷۶.
۱۱. سازمان بورس اوراق بهادر، بورس اوراق بهادر (مجموعه قوانین، مقررات و آئین‌نامه)، ۱۳۷۸.
۱۲. حاجیان، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی
۱۳. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، نماگرهای اقتصادی، ش ۳۰ و ۳۱، ۱۳۸۱.
۱۴. کنز العمل، ج ۶، ص ۳۱۰.
۱۵. المجلسي محمد باقر، بحار الأنوار، ج ۷۷، ص ۲۷.
۱۶. ابراهیم عسل، توسعه در اسلام
۱۷. محمد عثمان شبیر، المعاملات الماليه الماحده فی الفقد الاسلامی.
۱۸. سرآبادانی، غلامرضا، نگرش اسلام بر فعالیت‌های بازار بورس اوراق بهادر، ص ۴۲-۷۸.
۱۹. امام خمینی روح الله، کتاب البیع، ج ۳.
۲۰. خوئی سید ابوالقاسم، مصباح الفقاہة، ج ۵.
۲۱. الانصاری شیخ مرتضی، کتاب المکاسب.
۲۲. صحیح مسلم، ج ۱، ص ۹۹.
۲۳. سنن ابن ماجه، ج ۲، ص ۷۰۵.
۲۴. بیهقی، سین کبری، ج ۵، ص ۵۲۳.
۲۵. دعایم الاسلام، ج ۲، ص ۴۷.
۲۶. شیخ مفید، المقعده، ص ۵۹۱.
۲۷. شیخ طوسی، الخلاف، ج ۳، ص ۴۲.
۲۸. شیخ طوسی، تهذیب الأحكام، ج ۷، ص ۱۷.
۲۹. النسائی. سنن النسائی، ج ۷.
۳۰. نوری حسین، مستدرک الوسائل، ج ۳.