

# اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام

۱۳۷

اقتصاد اسلام

اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام

مهدی نجفی\*

## چکیده

در بازار سهام اسلامی، اخلاق و ارزش‌های اسلامی در مقایسه با کارایی در اولویت قرار دارد؛ از این رو این نگرانی میان سیاست‌گذاران و قانونگذاران پدید می‌آید که فرایند اسلامی کردن ممکن است کارایی بازار را کاهش دهد. در این مقاله، بیان می‌شود بین ارزش‌های اسلامی و کارایی بازار نه تنها هیچ رابطه معکوسی وجود ندارد، بلکه رابطه‌ای مستقیم برقرار است. تلاش برای حاکم کردن اخلاق اسلامی در بازار، سرانجام به افزایش کارایی می‌انجامد. هنجارهای اخلاقی اسلامی از قبیل آزادی از ربا، غرر، غبن، جهالت، احتکار و ... با نظریات کارایی قابل شناسایی‌اند.

**واژگان کلیدی:** کارایی، اخلاق اسلامی، اخلاق در بازار سهام، سیستم نظارت، بازار سهام کارا.

## ۱. مقدمه

فلسفه وجود بازار مالی این است که وجوه را از واحدهایی که وجه مازاد دارند، به واحدهایی انتقال دهد که به وجه نقد نیازمندند. این واحدها نیز وجوه اخذشده را در امر تولید سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ بنابراین، بر ثروت جامعه افزوده می‌شود. افزایش کارایی بازار مالی هدف اولیه سیاست‌گذاران و قانونگذاران بازار است (Lev Baruch, 1998: p 20). هدف دیگر آنان

\* دانشجوی کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع).

حاکم کردن اخلاق (Ethics) و عدالت در بازار سهام است. مشکلی که هم در مورد کارایی و هم در مورد اخلاق وجود دارد، این است که دارای ابعاد گوناگونی هستند و برای هر یک از آنها تعاریف متعددی در ادبیات گسترده بازار مالی شکل گرفته است. قوانین بازار سهام باید هم کارایی و هم اخلاق را بهبود بخشد؛ اما به هر حال در برخی موارد بین اخلاق و کارایی تضاد پدید می‌آید. در این موارد از بین اخلاق و کارایی یکی انتخاب می‌شود و این انتخاب به طور معمول به نفع کارایی صورت می‌گیرد؛ اما در بازار سهام اسلامی، هنجارهای اخلاقی در مقایسه با کارایی در اولویت قرار دارند و به هر نحو باید تحقق یابند؛ البته این به معنای عدم وجود کارایی در بازار سهام اسلامی نیست؛ زیرا التزام به اخلاق مالی اسلامی باعث تحقق کارایی نیز می‌شود.

## ۲. کارایی بازار سهام

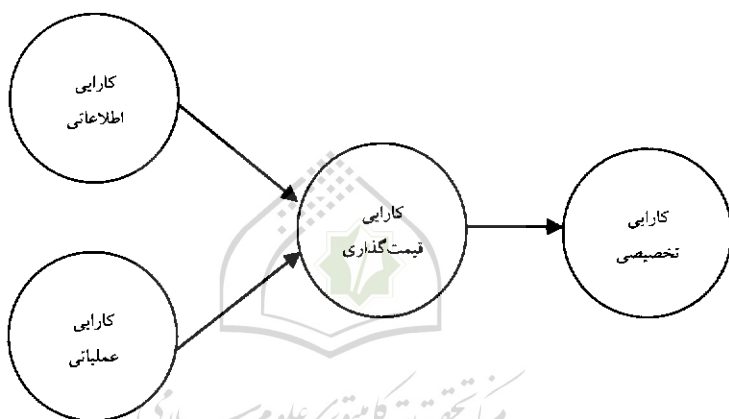
در ادبیات مالی، معیارهای مشخصی جهت اندازه‌گیری کارایی بازار تعریف شده است. بازار سهام افزون بر تأمین نقدینگی برای سهام صادرشده شرکت‌ها، وظیفه مهم‌تری نیز برعهده دارد و آن ارزیابی مداوم شرکت‌ها و تخصیص وجوه بین آنها است (Man, Z, 1993: p20). قیمت‌های بازار سهام در حقیقت، راهنما برای جریان‌یافتن وجوه به داخل شرکت‌ها است؛ به این صورت که وجوه بیشتر، به سمت شرکت‌هایی که سوددهی بیشتر و ریسک کمتری دارند، جریان می‌یابد (نظریه کارایی تخصیصی، Allocational Efficiency). لازمه این کار این است که قیمت‌ها ارزش ذاتی سهم را منعکس کنند؛ بنابراین، کارایی قیمت‌گذاری (Pricing Efficiency) یعنی برابری قیمت سهام با ارزش ذاتی آن شرط لازم برای کارایی تخصیصی به‌شمار می‌آید.

تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی آن نیز هنگامی پدید می‌آید که کارایی اطلاعاتی (Informational Efficiency) وجود داشته باشد (Obaidullah, 2002)؛ برای مثال، در بازار ثانویه انتشار اطلاعات جدید در مورد سود یا ریسک شرکت ممکن است باعث تغییر ارزش ذاتی سهم شود.

این تغییر ارزش، تعدیل قیمت را به همراه دارد. حال اگر بازار از لحاظ اطلاعاتی کارا باشد، این تعدیل قیمت بسیار سریع و دقیق خواهد بود. کارایی اطلاعاتی بدین معناست که

هیچ وقفه‌ای در انتشار و دستیابی به اطلاعات وجود نداشته باشد و یکی از شرایط لازم جهت کارایی قیمت‌گذاری شمرده می‌شود. نظریه کارایی اطلاعاتی قوی بیان می‌کند که قیمت‌ها باید همه اطلاعات مربوط به شرکت را منعکس کنند؛ بنابراین، حتی داشتن اطلاعات نهانی شرکت نیز باعث به‌دست‌آوردن هیچ‌گونه بازده اضافی نخواهد شد (Saunders & corner, 2001: p249).

کارایی عملیاتی (Operational Efficiency)، شرط دیگر کارایی قیمت‌گذاری به‌شمار می‌آید. طبق نظریه کارایی عملیاتی، معاملات باید با کمترین هزینه ممکن انجام شود. هزینه بالای معاملات مانع از تعدیل سریع و دقیق قیمت می‌شود؛



بنابراین، هرگونه اقدامی که هزینه معاملات را کاهش داده (کارایی عملیاتی)، سرعت انتشار و دقت اطلاعات را افزایش دهد (کارایی اطلاعاتی) یا فرایند پردازش اطلاعات به‌وسیله سهامداران را بهبود بخشد (کارایی قیمت‌گذاری)، گامی در جهت بهبود کارایی تخصیصی بازار به‌شمار می‌آید.

بازار کارا، بازاری پایدار است که در تسلط سهامداران منطقی قرار دارد و احتمال نوسانات شدید قیمت در آن بسیار کم است.

## ۱-۲. ویژگی‌های بازار کارا

به‌طور کلی ویژگی‌های بازار کارا را می‌توان در موارد ذیل خلاصه کرد:

۱-۲-۱. تعداد فراوان عرضه‌کننده و تقاضاکننده در بازار و آزادبودن ورود و خروج به بازار برای همه از شرایط مهم کارا بودن بازار است؛ یعنی بازار هنگامی کارا می‌شود که

تعداد افرادی که به خرید و فروش اقدام می‌کنند، فراوان باشد.

۲-۱-۲. اطلاعات باید با سرعت و فوریت و با حداقل هزینه به اطلاع دست‌اندرکاران بازار برسد.

۲-۱-۳. کسی که در این بازار خرید و فروش می‌کند، باید احساس امنیت کند و اطمینان یابد که آنچه بابت معامله اوراق بهادار دریافت یا پرداخت می‌کند، به ارزش ذاتی آن نزدیک است؛ یعنی قیمت عادلانه‌ای برای کالای خود دریافت یا پرداخت می‌کند.

۲-۱-۴. معامله در بازار کارا نباید پرهزینه باشد. مخارج معامله باید بسیار پایین، و کم و بیش نزدیک صفر باشد. هزینه بالای معاملات مانع از تعدیل سریع و دقیق قیمت‌ها می‌شود.

۲-۱-۵. هیچ معامله‌کننده‌ای نباید چنان قدرت داشته باشد که بازار را زیر نفوذ خود بگیرد و تأثیر مهمی بر آن بگذارد.

۲-۱-۶. افراد مطلع در بازار وجود دارند، و این افراد با اطلاعاتی که دارند، بازار را به کارایی می‌رسانند؛ اما نمی‌توانند از اطلاعات و دانش افزون‌تر خود نتایج بهتر و سود بیشتری به دست آورند. در این محیط، فردی که تخصص بیشتر دارد، بیشتر از فرد عامی سود نمی‌برد و افراد ناوارد در بازار کارا مغبون نمی‌شوند. قیمت بازار طوری تعیین می‌شود که منعکس‌کننده تمام اطلاعات خوب و بد است.

۲-۱-۷. در بازار کارا، تعدیل قیمت‌ها به سرعت انجام می‌شود. در این بازار افراد بسیاری حضور دارند که اطلاعات را دریافت و آن را ارزیابی، و بی‌درنگ به خرید و فروش اقدام می‌کنند. اقدام فوری آنان باعث می‌شود که اطلاعات موجود دقیقاً و به سرعت در قیمت‌ها انعکاس یابد. چون ورود اطلاعات به بازار و تأثیر آن بر قیمت‌ها تصادفی است و وابستگی و تمایل خاصی ندارد، تغییرات قیمت در این بازار، تابع روند خاصی نیست و روند تغییر قیمت و الگوی رفتاری آن تصادفی و غیرمنظم است. به اصطلاح، قیمت، تابع گردش تصادفی است. بازار حافظه ندارد، و از قیمت‌های دیروز نمی‌توان برای فردا نتیجه گرفت. به عبارت دیگر، از بررسی مسیر پیشین نمی‌توان مسیر بعد را پیش‌بینی کرد.

۲-۱-۸. وجود رقابت، شرط لازم برای کارایی است. در بسیاری از بازارهای عمده مالی جهان، افزون بر تعداد فراوان معامله‌کننده، بسیاری هم دلال و کارگزار و واسطه متخصص خرید و فروش سهام وجود دارد (برای دریافت نقش این عده در کارایی بازار، ر. ک: نجفی، ۱۳۸۱). آنان متخصص خرید و فروش سهام و تشکیل سبد اوراق بهادار (portfolio)

هستند. حضور این افراد در بازار و استفاده از دانش و تخصص آن‌ها در سازمان‌های گوناگون مالی باعث رقابتی شدن بازار می‌شود.

آنان این تجربه را دارند که تأثیر اطلاعات را بر قیمت سهام بسنجند. آنان قادرند تأثیر خاص اطلاعات و جهت تأثیر آن را بر قیمت‌ها درک کنند، و اثر زنجیره‌ای مجموعه‌ای از تغییرات و اخبار را بر قیمت اوراق بهادار برآورند؛ برای مثال، اگر در مجمع عمومی شرکتی اعطای سهم جایزه تصویب شده باشد، آن‌ها باید بتوانند تأثیر اعطای سهام جایزه بر قیمت سهام را تعیین کنند. افراد ممکن است به برداشت‌های متفاوتی از اطلاعات یکسان برسند. یکی ممکن است اخبار خاصی را در افزایش قیمت، تعیین‌کننده بداند؛ اما نفر دوم آن را کم اثر بخواند. انسان‌ها با یک‌دیگر متفاوتند؛ برداشت‌ها و گرایش‌های متفاوتی دارند؛ منحنی بی‌تفاوتی خطر - بازده آن‌ها با هم فرق دارد و باورهای گوناگون دارند. وقتی خبری می‌رسد، عده‌ای آن را می‌پذیرند و یک عده هم شک می‌کنند که صحت داشته باشد. چون درجه اطمینان به صحت اطلاعات مختلف است، ارزیابی آنان هم تفاوت دارد.

۹-۱-۲. بازار باید در معرض جریان دو طرفه اطلاعات باشد. به عبارت دیگر، بازار کارا چنان است که در هر مقطعی از زمان، عده‌ای در آن خریدار و عده‌ای فروشنده‌اند. این‌طور نیست که در زمانی همه خریدار یا همه فروشنده باشند. در بازار کارا عده‌ای باید بر این باور باشند که خرید به نفع آن‌ها است و عده‌ای هم بر این باورند که فروش به نفع آن‌ها است. فقط در این وضعیت است که حجم معاملات بالا می‌رود؛ بازار راحت‌تر به تعادل عرضه و تقاضا می‌رسد و قیمت، برآیندی از نظریه‌های گوناگون در تعیین ارزش سهام می‌شود (جهانخانی و عبده تبریزی، ۱۳۷۲).

### ۳. اخلاق در بازار سهام

مطالعات اخیر درباره اخلاق در بازار سهام روی حقوق سرمایه‌گذاران متمرکز شده است. اندیشه اخلاق یا عدالت در بازار سهام به‌طور معمول در چارچوب ایفای حقوق سهامداران مورد بحث قرار می‌گیرد. یکی از محققان مالی، اخلاق و عدالت را حق داشتن فرصت برابر تعریف می‌کند (Lev Barch, 1988)؛ یعنی همه شرکت‌کنندگان بازار، حق دستیابی برابر به اطلاعات را دارند.

شفرین و استت من، چارچوب گسترده‌تری را برای اخلاق و عدالت بیان کرده و برای عدالت در بازار مالی هفت ویژگی را برشمرده‌اند: آزادی در انجام معامله (عدم اجبار)، عدم وجود اطلاعات کاذب، امکان استفاده از اطلاعات برابر، حق داشتن قدرت پردازش برابر، امکان آزادی از اشتباه، حق انجام معامله در قیمت‌های کارا و امکان قدرت چانه‌زنی برابر.

### ۱-۳. آزادی در انجام معامله (عدم اجبار)

این آزادی بدین معنا است که سهامداران در انجام معاملات اجبار نداشته باشند. یک معامله هنگامی منصفانه است که طرفین در انجام آن اختیار و آزادی کامل داشته باشند و هیچ یک به انجام آن مجبور نشده باشند. از طرف دیگر، این آزادی بدین معنا است که هیچ کس نباید از انجام یک معامله منع شود؛ بنابراین، آزادی در معاملات دارای دو بُعد است: عدم اجبار جهت انجام معامله و عدم منع از انجام معامله.

### ۲-۳. عدم وجود اطلاعات کاذب

این ویژگی بدین معنا است که سرمایه‌گذاران بتوانند به اطلاعات منتشرشده اطمینان کامل داشته باشند و بر مبنای آن‌ها تصمیم بگیرند. اطلاعات کاذب نباید در بازار منتشر، و باعث گمراهی سرمایه‌گذاران شود.

### ۳-۳. امکان استفاده از اطلاعات برابر

سرمایه‌گذاران حق دستیابی برابر به اطلاعات دارند. شخصی که به یک مجموعه از اطلاعات خاص دست می‌یابد، باید آن را در اختیار دیگران هم قرار دهد؛ به‌طور مثال، هنگامی که عرضه عمومی اولیه (IPO) (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۰) صورت می‌گیرد، شرکت عرضه‌کننده سهام باید اطلاعات مربوطه را به بازار ارائه کند. به‌سبب قانون اوراق بهادار مصوب سال ۱۹۳۳، شرکت انتشاردهنده اوراق بهادار باید اطلاعات لازم و کافی را درباره خود و اوراق بهادار مربوطه منتشر کند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵: ص ۲۲۹).

### ۴-۳. حق قدرت برابر در پردازش اطلاعات

سرمایه‌گذاران نه تنها حق استفاده از اطلاعات برابر دارند؛ بلکه در پردازش اطلاعات نیز

باید قدرت یکسانی داشته باشند. بدین ترتیب، سرمایه‌گذاران در مقابل اشتباه در انجام محاسبات مصون می‌شوند. برای تحقق این هدف در وضعی که همه سهامداران تسهیلات مناسبی جهت پردازش اطلاعات در اختیار ندارند، افشای اطلاعات باید در شکل پردازش یافته انجام شود.

### ۳-۵. امکان آزادی از اشتباه

امکان آزادی از اشتباه بدین معنا است که سرمایه‌گذاران در برابر اشتباهات خود نیز بیمه شوند؛ یعنی اگر یک سرمایه‌گذار به دلیل اشتباه شخصی خود با انجام یک معامله دچار زیان قابل توجهی شود می‌تواند آن معامله را فسخ کند.

### ۳-۶. حق انجام معامله در قیمت‌های کارا

معاملات باید در قیمت‌های کارا و واقعی صورت گیرد. قیمت کارا و واقعی را نیز عرضه و تقاضا تعیین می‌کند؛ البته این عرضه و تقاضا نباید مصنوعی باشد؛ بلکه باید درخواست واقعی سهامداران را نشان دهد.

### ۳-۷. امکان قدرت چانه‌زنی برابر

سرمایه‌گذاران باید در مذاکراتی که به انجام معامله منتهی می‌شود، قدرت چانه‌زنی برابر داشته باشند؛ برای مثال، در عرضه عمومی اولیه (IPO) یک سهامدار جزء در مقایسه با سهامداری که سرمایه کلانی را در اختیار دارد، قدرت چانه‌زنی کمتری را دارا است (Shefrin and staman, 1992).

## ۴. هنجارهای اخلاقی در بازار مالی اسلامی

محققان و اندیشه‌وران مالی اسلامی، به اصول برگرفته از قرآن و سنت، تعهد کامل دارند و براساس آن، حقوق و تعهدات هر یک از شرکت‌کنندگان بازار سهام را تعیین می‌کنند. این‌جا برخی از اصول اخلاقی اسلامی را که در زمینه بازار سهام قابل اعمال هستند بیان می‌کنیم.

## ۴-۱. آزادی در انجام معامله

اسلام در انجام معاملات به طرفین آزادی داده است؛ بنابراین، اگر یک قرارداد با اجبار یکی از طرفین همراه باشد، غیرمجاز تلقی می‌شود. قرآن کریم با صراحت بیان می‌کند که انجام تجارت باید با رضایت طرفین همراه باشد (نساء (۴)، (۲۹)). طبق این بیان، تمام مبادلات مالی و انواع تجارت‌ها که میان مردم رایج است، چنانچه از روی رضایت طرفین صورت گیرد و جنبه معقول و منطقی داشته باشد، از نظر اسلام مجاز است، مگر در مواردی که به سبب مصالح معینی، از آن نهی صریح شده است.

ماده ۱۹۰ قانون مدنی نیز برای صحت هر معامله شرایط ذیل را اساسی می‌داند: ۱. قصد طرفین و رضای آنها؛ ۲. اهلیت طرفین؛ ۳. موضوع معین که مورد معامله باشد؛ ۴. مشروعیت جهت معامله.

## ۴-۲. آزادی از ربا

ربا یا «ربوا» در لغت به معنای زیاده است. در اصطلاح فقیهان به‌طور معمول ربا چنین تعریف شده است: معاوضه مالی به مالی دیگر که این دو اولاً هم‌جنس باشند ثانیاً با کیل یا وزن، اندازه‌گیری شوند یا قرض‌دادن به شرط زیاده. قید معاوضه ذکر شده تا شامل همه مبادلات و معاوضات شود و اعم از بیع باشد حتی صلح و هبه معاوضه را نیز در برمی‌گیرد (نجفی، بی تا: ج ۲۳، ص ۳۳۶). همه معاملات باید از ربا به دور باشد. موضوع ربا بین اندیشه‌وران و محققان اسلامی بسیار مورد بحث قرار گرفته است. قرآن کریم نیز با صراحت حرمت ربا را اعلام کرده است:

وَاحْلُ اللَّهُ النَّيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا (بقره (۲)، (۲۷۵)).

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ ... (نساء (۴)، (۲۹)).

ای کسانی که ایمان آورده‌اید! اموال یک‌دیگر را به باطل [و از طریق نامشروع] نخورید، مگر این‌که تجارتی باشد که با رضای شما انجام گیرد.

این آیه در واقع زیربنای قوانین اسلامی را در مسائل مربوط به معاملات و مبادلات مالی تشکیل می‌دهد، و به همین دلیل، فقیهان اسلام در تمام ابواب به آن استدلال می‌کنند. آیه خطاب به افراد با ایمان می‌گوید اموال یک‌دیگر را از راه‌های ناهجا و غلط و باطل نخورید؛



یعنی هرگونه تصرف در مال دیگری که بدون حق و بدون مجوز منطقی و عقلانی بوده باشد، ممنوع شناخته شده و همه را تحت عنوان باطل که مفهوم گسترده‌ای دارد، قرار داده است؛ بنابراین، هرگونه تجاوز، تقلب، غش، معاملات ربوی، معاملاتی که حد و حدود آن کاملاً نامشخص باشد، خرید و فروش اجناسی که فایده منطقی و عقلایی در آن نباشد، خرید و فروش وسایل فساد و گناه، همه تحت این قانون کلی قرار دارند و اگر در روایات متعددی کلمه باطل به قمار و ربا و مانند آن تفسیر شده، در حقیقت معرفی مصداق‌های روشن این کلمه است نه آن‌که به آن‌ها منحصر باشد.

۱۴۵

اقتصاد اسلام

### ۳-۴. آزادی از غرر

همه معاملات و قراردادهای اسلامی باید از غرر خالی باشد. به عبارت دیگر، معاملاتی که در وضعیت عدم اطمینان انجام می‌شود، غیرمجاز است. غرر نقطه مقابل شفافیت و معلوم‌بودن است. در همه معاملات طرفین علاقه دارند که روابط بین آن‌ها دوستانه و معقول باشد و هر یک در انجام تعهد با حسن نیت اقدام کنند؛ یعنی طرفین معامله تمام حقایق را که در محدوده اطلاعات آنان قرار دارد در اختیار یکدیگر بگذارند؛ در حالی که در معامله غرری برعکس است.

امیر مؤمنان علی علیه السلام می‌فرماید:

ان الغرر عمل لا یؤمن معه الضرر (نجفی، بی‌تا: بیع، باب غرر).

غرر کاری است که از زیان ایمن نباشد،

و طبق بیان حضرت رسول صلی الله علیه و آله نهی النبی عن الغرر (همان) پیامبر مردم را از معاملات

غرری نهی کرده، معامله غرری در اسلام باطل است.

### ۴-۴. آزادی از قمار

در تعریف قمار، بین عالمان اختلاف نظر وجود دارد. قمار در وضعیت عدم اطمینان و متکی بر بخت صورت می‌گیرد. قمار به خطر انداختن پول به امید کسب منفعت در جایی است که این امید بر پایه بخت و تصادف و رخدادهای غیرمطمئن استوار باشد و ریسک‌کردن به خودی خود ضرورتی نداشته باشد.

قمار، بازی ستیزه جویانه‌ای است که دو طرف به سبب استفاده انحصاری با یکدیگر انجام می‌دهند و اصلاً حسن نیت در آن مطرح نیست (Salamon, 2000: P 120). هر طرف به تصور این که بخت با او یاری خواهد کرد و برنده خواهد شد، به قمار اقدام می‌کند و اگر بداند برنده نخواهد شد، هرگز آن عمل را انجام نخواهد داد.

در قماربازی همواره یک طرف بازنده وجود دارد و طرفین خود را در معرض خطر از دست رفتن مال قرار می‌دهند (صالح آبادی، ۱۳۸۲). این عمل در عرف جامعه کاری ناپسند است. در قمار، طرفین بازی، رهن و گرو می‌گذارند و نوعی شرطبندی صورت می‌گیرد. قرآن کریم ما را با صراحت از شرطبندی و قماربازی منع کرده، و این مطلب در آیات متعددی با عنوان «المیسر» ذکر شده است. خداوند تبارک و تعالی می‌فرماید:

يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِنَّهُمَا لَأَكْبَرُ مِن نَّفْعِهِمَا ... (بقره (۲)، (۲۱۹)).

همچنین در آیه دیگری می‌فرماید:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ (مانده (۵)، (۹۰)).

#### ۴-۵. عدم کنترل قیمت

تعیین نرخ کالا، تابع اوضاع گوناگونی است. کمبود کالا، هزینه تولید، افزایش و عدم افزایش تقاضا در مقایسه با عرضه و ...، در تعیین قیمت مؤثرند. در صورتی که نرخ‌گذاری کالاها به صورت طبیعی و عادلانه انجام گیرد و اجحافی به عرضه‌کننده یا خریدار تحمیل نشود، به دخالت دولت برای تعیین نرخ، نیازی نیست؛ زیرا فرض بر این است که بدون دخالت آن، قیمت‌ها آن‌طور که باید باشد، مشخص می‌شود و اگر دولت قیمت دیگری غیر از نرخ متعارف معین کند، دقیقاً باعث اجحاف به فروشنده یا خریدار می‌شود که این امر نارسایی‌های گوناگونی را به دنبال دارد.

پیامبر اکرم ﷺ می‌فرمایند:

إنما السعر الی الله یرفعه اذا شاء و یخفضه اذا شاء (حرّ عاملی، ۱۴۱۴ق: ج ۱۲، ابواب آداب التجاره).

قیمت در اختیار خداوند است، هرگاه بخواهد آن را بالا می‌برد و هرگاه بخواهد آن را تنزل می‌دهد.

به نظر می‌رسد که این روایت و دیگر روایات مشابه آن بهترین طریق تعیین قیمت را در

وضعیت متعارف و غیربهرانی، عناصر و وضعیت اقتصادی حاکم بر بازار می‌داند. به عبارت دیگر، یکی از سنت‌های الهی این است که در حالت متعارف و طبیعی بازار، در سایه عملکرد قانون عرضه و تقاضا، قیمت‌ها عادلانه تعیین می‌شوند. با حاکمیت این سنت است که پیامبر ﷺ می‌فرماید:

تعیین قیمت در اختیار خداوند است، هرگاه بخواهد آن را بالا می‌برد و هرگاه بخواهد آن را تنزل می‌دهد؛ زیرا شرایط تکوینی و واقعی بالارفتن و پایین آمدن قیمت در دست او است و هرگاه مقدمات فراوانی یا کاهش کالاها را فراهم آورد، به طور طبیعی قیمت‌ها هم ترقی و تنزل می‌کند؛ بنابراین، اصل اولی این است که اگر قیمت‌ها به روال عادی و سازوکار قیمت‌ها در حد عادلانه تعیین شوند، دولت، در نرخ‌گذاری نباید دخالت کند؛ بلکه باید بر قیمت‌ها اشراف و نظارت داشته باشد تا این‌که از این حد مطلوب خارج نشود، و در صورتی که اوضاع اقتصادی حاکم بر جامعه به گونه‌ای است که احتکار، اجحاف و دیگر پدیده‌های نامطلوب بروز می‌کند، دولت اسلامی می‌تواند تعیین قیمت کند.

اسلام بازار آزاد را تصور می‌کند که در آن، قیمت‌ها را نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می‌کنند. در فرایند تعیین قیمت، هیچ دخالتی حتی از سوی سیستم نظارت نیز نباید صورت گیرد. شایان ذکر است که اگرچه کنترل قیمت، عمل غیراسلامی است، برخی محققان اسلامی کنترل قیمت را برای مبارزه با شرایطی که از رقابت آزاد جلوگیری می‌کند، جایز شمرده‌اند. نیروهای عرضه و تقاضا باید واقعی و به دور از هرگونه عنصر مصنوعی باشند؛ بنابراین، اسلام هرگونه تلاش برای تأثیر گذاشتن روی قیمت از طریق کاهش مصنوعی عرضه (احتکار) را ممنوع می‌کند. به‌طور مشابه تلاش برای بالابردن قیمت از طریق افزایش مصنوعی تقاضا نیز غیراسلامی است.

#### ۴-۶. حق انجام معامله با قیمت عادلانه

قیمت‌هایی که در نتیجه نیروهای عرضه و تقاضای واقعی و به دور از هرگونه مداخله تعیین می‌شوند، قیمت‌های عادلانه هستند؛ اما در برخی موارد قیمت‌ها به دلیل تبلیغات مثبت یا منفی از قیمت عادلانه فاصله گرفته، باعث غبن و غیراخلاقی شدن معامله می‌شود.

## ۷-۴. امکان دستیابی به اطلاعات دقیق و کافی

محققان اسلامی برای نقش اطلاعات در بازار، اهمیت بسیاری قائل می‌شوند. انتشار اطلاعات کاذب و نادرست ممنوع است. همچنین عدم افشای اطلاعات اساسی نیز با هنجارهای اسلامی منافات دارد و طبق سنت پیامبر اکرم ﷺ چنانچه شخصی به علت عدم اطلاع کافی در معامله دچار زیان شود، حق دارد معامله را فسخ کند؛ بنابراین طبق سنت نبوی، طرفین هنگام معامله باید از قیمت بازار و نیز شرایط دیگر کالای مورد معامله اطلاع داشته باشند.

محققان اسلامی اعتقاد دارند که معاملات باید از جهالت یا اطلاعات کاذب به دور باشد؛ بنابراین، بازار مالی اسلامی بازار شفاف است و معاملات با در نظر گرفتن تمام اطلاعات مربوطه انجام می‌شود. سنت پیامبر اکرم ﷺ در این رابطه بیشتر به معاملات کالا مربوط می‌شود. در مورد کالا، طرفین با بازرسی کالا از منافع آتی آن به‌طور کامل آگاه می‌شوند؛ اما برخلاف کالا، منافع حاصل از نگهداری سهام به شکل جریان‌های نقدی مورد انتظار است. این جریان‌های نقدی مورد انتظار با بروز هر حادثه جدید پیوسته تجدید نظر می‌شود؛ بنابراین اخلاق اسلامی ایجاب می‌کند تا اطلاعاتی که به جریان‌های نقدی مورد انتظار و ارزیابی سهام مربوط می‌شود، به‌طور مساوی در اختیار همه سهامداران قرار گیرد. این مطلب با حقوق سرمایه‌گذاران دربارهٔ دستیابی به اطلاعات و رهایی از اطلاعات کاذب به‌طور کامل سازگار است.

اگر در بازار مالی، معامله‌گران اوراق بهاداری را بازار گرمی کنند و اوراق بهادار خود را بستانند یا اوراق بهادار دیگران را نکوهش، و تبلیغات مثبت و منفی در بازار ایجاد کنند و چنین معامله‌ای در وضعیت جهل طرف مقابل صورت گیرد، از نظر اسلامی قابل قبول نیست و درآمد حاصل از آن مشروع نخواهد بود. اگر تبلیغات سوء در بازار سبب غبن طرف معامله شود، مغبون می‌تواند به غابن مراجعه کند. در بورس اسلامی تبلیغات کاذب وجود ندارد.

در بازار مالی اسلامی سیستم نظارت باید تمام اطلاعات را به‌نحو مناسبی جهت تصمیم‌گیری معامله‌گران در بازار افشا کند. به عبارتی، بازار مالی اسلامی باید کارا باشد.

## ۸-۴. عدم وجود زیان برای دیگران

این زیان در مواردی محقق می‌شود که انجام معامله بین طرفین باعث به خطر افتادن منافع سایر سهامداران شود. معامله هرچند با رضای طرفین انجام شود، نباید زیانی را برای

شخص ثالث به همراه داشته باشد. در این گونه موارد، چنانچه شخص ثالث با انجام یک معامله که بین دو طرف دیگر انجام شده، متضرر شود می‌تواند از حقوق مربوط خود در این زمینه استفاده، و از زیان خود جلوگیری کند؛ برای مثال اگر دو شریک، مالک یک دارایی باشند، چنانچه یکی از آن‌ها قصد فروش حصه خود را داشته باشد، شریک دوم می‌تواند از حق شفعه خود استفاده کند.

در بازار سهام نیز مشابه این حقوق وجود دارد؛ به‌طور مثال، سهامداران پیشین شرکت در خرید سهام تازه منتشرشده شرکت حق تقدم دارند.

۱۴۹

اقتصاد اسلام

اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام

ملاحظه می‌شود که هنجارهای اخلاق اسلامی، اخلاق مالی کلاسیک را نیز پوشش می‌دهد. حال این پرسش مطرح می‌شود که معیار رتبه‌بندی هنجارهای اخلاقی اسلامی چیست و کدام یک از آن‌ها اهمیت بیشتری دارد. به‌عبارت دیگر، اگر در مواردی مجبور شویم از بین آن‌ها به انتخاب دست بزنیم و یکی را برگزینیم، اولویت با کدام است؟ در پاسخ باید گفت: معیار اولویت‌بندی، براساس اهمیت منابعی است که هنجارهای اخلاقی از آن‌ها استنباط می‌شوند. بدین ترتیب، اصولی که مبنای تشخیص آن‌ها قرآن کریم است، بر اصول برگرفته از سنت اولویت دارند. اصول برگرفته از سنت نیز بر اصول حاصل از اجماع و اصول حاصل از اجماع نیز بر اصول عقلی اولویت دارند؛ برای مثال، حرمت ربا (اصل قرآنی) در مقایسه با «حق شفعه» (اصل برگرفته از سنت) اهمیت بیشتری دارد؛ بنابراین، اگر بنا به اجبار از این دو فقط یکی بتواند انتخاب شود، اصل حرمت ربا در اولویت قرار دارد.

گذشته از این، معیار دیگری که باید این‌جا در نظر گرفته شود، تقدم منافع عمومی بر منافع فردی است. در اسلام، حقوق اکثریت و حقوق عمومی بر حقوق فردی و خصوصی مقدم است. در حقیقت حق عموم جامعه در کنترل و محدود کردن فعالیت‌های بخش خصوصی یکی از مبنای حقوقی اقتصاد اسلامی است به این معنا که فعالیت‌های افراد، اگر ضرری به حق عموم جامعه وارد کند یا باعث احتکار و انحصار ثروت‌ها در دست طبقه‌ای خاص شود، دولت اسلامی موظف است از آن جلوگیری، و آن را محدود کند.

بر همین اساس، خداوند، در توزیع ثروت‌های طبیعی بین قشرهای کم‌درآمد می‌فرماید:

كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ (حشر (۵۹)، ۶).

فیء و منابع طبیعی برگشت داده‌شده به پیامبر باید بین طبقات مختلف کم‌بضاعت

تقسیم شود تا این نوع ثروت‌ها، فقط در دست طبقه اغنیای جامعه در جریان نباشد.

همچنین امام علی علیه السلام به مالک اشتر می‌فرماید:

از احتکار جلوگیری کن؛ زیرا احتکار باعث ضرر عموم افراد است (رضی، بی‌تا: ص ۴۳۸).

بر پایه همین بیش است که از اسراف و تبذیر در ثروت‌ها یا واگذاری آن‌ها به افراد سفیه و ناتوان، جلوگیری به عمل می‌آید؛ زیرا اسراف یا ثروتی را در اختیار افراد سفیه قراردادن باعث اتلاف آن می‌شود.

ممکن است فلسفه این حق و زیربنای ارزشی آن، این باشد که مسأله مالکیت خصوصی در پیش اسلامی، در حقیقت، نوعی نظم بخشیدن و نمایندگی فرد از جامعه در بهره‌گیری از ثروت‌های خدادادی است، نه به صورت حق اصیل در عرض حق عموم جامعه تا بتوان از آن برخلاف مصالح اجتماعی سوءاستفاده کرد. این بدان معنا است که مالکیت خصوصی و حقوق فردی همواره حقی در مرتبه بعد از حق عموم منظور شده است؛ بنابراین در بازار سهام نیز مصلحت در این است که منافع عموم سهامداران بر منفعت فردی تقدم داشته باشد؛ به طور مثال، منع اقدام‌های انحصارطلبانه یا افشای اطلاعات در بازار، گامی در جهت تحقق این مصلحت به‌شمار می‌آید.

## ۵. اخلاق، کارایی و قوانین بازار سهام

قانونگذاران در بازار سهام به‌طور همزمان با دو مقوله اخلاق و کارایی مواجه هستند. برخی از قوانین، هم کارایی و هم اخلاق را بهبود می‌بخشد؛ به‌طور مثال، افشای اجباری اطلاعات، عدم برابری اطلاعات را کاهش می‌دهد (بهبود کارایی) و در عین حال، باعث دستیابی یکسان به اطلاعات نیز می‌شود (بهبود اخلاق)؛ اما در اغلب موارد، قوانین موجود حاصل انتخاب بین کارایی و اخلاق است. در بازار سهام اسلامی، اولویت‌ها برای قانونگذاران به‌طور کامل مشخص است. کارایی باید در خدمت تحقق مقوله‌های اخلاقی قرار گیرد؛ برای مثال بورس‌بازی با کاهش هزینه معاملات، باعث بهبود نقدینگی و کارایی عملیاتی بازار می‌شود؛ اما در بازار سهام اسلامی چنانچه بورس‌بازی شامل موارد ذیل شود، مشروع نیست:

۱. دستکاری قیمت سهام و سوق‌دادن قیمت به سوی قیمت ناعادلانه؛

۲. جهل در معاملات سهام؛

۳. غرر در معاملات سهام؛

۴. تباہی در معاملات سهام؛

۵. اشاعه کذب و ارائه اطلاعات غلط و گمراه کننده؛

۶. انجام معاملات صوری و دستکاری ناعادلانه بازار؛

۷. معاملات مبتنی بر اطلاعات داخلی در صورتی که سبب غبن طرف مقابل شود.

۱۵۱

اقتصاد اسلامی

اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام

اگرچه سیستم نظارت بازار نمی‌تواند قصد تک‌تک سهامداران از تملک سهام را تشخیص دهد، تشخیص این موضوع برای کل بازار سهام چندان مشکل نیست. سیستم نظارت می‌تواند شاخص‌های کلی بازار از قبیل متوسط دوره نگهداری سهام به وسیله سهامداران، حجم معاملات معکوس روی یک سهم و ... را بررسی کند و تشخیص دهد که چه موقع و به چه دلیل بورس‌بازان به اعمال ناپسند روی می‌آورند و برای منع این‌گونه اقدام‌ها راه‌حلی ارائه کند.

معاملات افرادی که اطلاعات پنهانی دارند، هرچند کارایی را بهبود می‌بخشد، با اصول اخلاقی اسلامی سازگار نیست؛ بنابراین، قانونگذاران بازار سهام اسلامی، معاملات براساس اطلاعات محرمانه را منع می‌کنند.

بازار سهام اسلامی از ربا به دور است و اوراق قرضه ربوی و سایر معاملاتی که بر ربا مبتنی هستند، جایز نیستند. در بازار اسلامی غرر وجود ندارد؛ بنابراین، اطلاعات لازم و کافی درباره سهام، در دسترس همه سهامداران قرار می‌گیرد. شفافیت اطلاعاتی عاملی است که معاملات صحیح و اسلامی را از معاملات غرری متمایز می‌سازد. دلالتی و واسطه‌گری و مشاوره مالی در بازارهای مالی در صورتی مجاز خواهد بود که به شفافیت اطلاعاتی در بازار کمک کند. اگر عملیات این افراد در بازار یک طرف را متضرر کند و طرف دیگری را سود برساند و این عمل از روی جهل طرف مقابل و با سوءنیت صورت گیرد، مشروع نیست.

نکته قابل توجه در خصوص سیستم نظارت بر بازار این است که سیستم در تصمیم‌گیری‌های خود باید ابتدا «تحلیل هزینه - منفعت» (Cost - Benefit Analysis) انجام

دهد و در این تحلیل، منافع عموم سهامداران را در نظر بگیرد. در بازار مالی هنگامی که عرضه عمومی اولیه (IPO) صورت می‌گیرد، سیستم نظارت به دو شکل می‌تواند عمل کند: حالت اول این است که شرکت عرضه‌کننده را در عرضه آزاد گذاشته؛ اما او را مجبور کند که همه اطلاعات مربوط به سهام مورد عرضه را در اختیار بازار قرار دهد. حالت دوم این است که سیستم نظارت، خود عمل پردازش اطلاعات مربوط به شرکت را انجام و آن را در اختیار خریداران قرار دهد و در صورتی که سوابق پیشین شرکت ضعیف باشد، مجوز عرضه سهام شرکت را لغو کند.

در حالت دوم، هرچند آزادی در انجام معامله رعایت نمی‌شود و در واقع نوعی اجبار پدید می‌آید، سیستم نظارت در واقع با دخالت خود از منافع سهامدارانی که قدرت تحلیل ندارند و به رفتار غیرمنطقی دست می‌زنند، حمایت کرده است. این حالت در واقع به نفع عموم سهامداران است و با اخلاق اسلامی نیز سازگاری دارد.

### ع. نیاز به یک سیستم نظارت

برای تشخیص هنجارهای اخلاقی مالی اسلامی و اجرای آن‌ها در بازار سهام به یک سیستم نظارتی نیاز است. این سیستم باید متشکل از افرادی باشد که هم با اصول اسلامی و هم با ادبیات مالی آشنایی کامل داشته باشند و بتوانند هنجارهای اخلاقی اسلامی را در بازار سهام تحقق بخشند؛ بنابراین، تشکیل یک سیستم نظارت بر بازار، چالش قطعی به‌شمار می‌رود.

استفاده از تجربه بازارهای مالی اسلامی در کشور مالزی می‌تواند در تشکیل این سیستم نظارت مورد توجه قرار بگیرد.

در کشور مالزی، مراحل توسعه بازار سرمایه اسلامی آغاز شده است و حدود یک دهه از فعالیت آن می‌گذرد.

شورای بورس اوراق بهادار کشور مالزی به‌منظور اسلامی کردن بازار سرمایه این کشور، شورای مشورتی سیره را ایجاد کرده است تا مکمل شورای بورس باشد و بازار سرمایه اسلامی را گسترش دهد.

شورای مشورتی سیره در سال ۱۹۹۶ تأسیس شده و متشکل از مفتی‌ها، پژوهشگران



اسلامی و کارشناسان مالی اسلامی است (نجفی، ۱۳۸۳).

این شورا، بورس اوراق بهادار مالزی را در مورد فعالیت‌های بازار سرمایه که با اصول سیره نبوی ﷺ سازگار هستند، راهنمایی می‌کند. پژوهشگران شورای مشورتی سیره، هم در زمینه فقه معاملات و هم در زمینه بازار سرمایه آموزش دیده‌اند؛ بنابراین در تشکیل سیستم نظارت بر بازار سهام می‌توان از تجربه شورای مشورتی سیره در مالزی به صورت بومی استفاده کرد (نجفی، ۱۳۸۳).

۱۵۳

## نتیجه‌گیری

قوانین بازار سهام باید هم کارایی و هم اخلاق را بهبود بخشد؛ اما به هر حال، در برخی موارد، بین اخلاق و کارایی، تضاد پدید می‌آید. در بازار سهام اسلامی، هنجارهای اخلاقی در مقایسه با کارایی در اولویت قرار دارند و به هر نحو باید تحقق یابند؛ البته این به معنای عدم وجود کارایی در بازار سهام اسلامی نیست؛ زیرا التزام به اخلاق مالی اسلامی باعث بهبود کارایی می‌شود؛ بنابراین، نتایج این مطالعه عبارتند از:

ا. در بازار سهام اسلامی، رعایت هنجارهای اخلاقی اسلامی در مقایسه با کارایی در اولویت قرار دارد؛ اما اولاً بودن اخلاق بر کارایی بدین معنا نیست که بازار سهام اسلامی کارایی کمتری از بازار سهام کلاسیک دارد.

التزام به هنجارهای اخلاقی اسلام در بازار سهام، باعث بهبود کارایی می‌شود. هنجارهای اخلاقی اسلامی از قبیل آزادی در انجام معاملات، آزادی از ربا، غبن، غرر، قمار، جهالت و ... نظریات کارایی را نیز پوشش می‌دهند.

ب. در اجرای هنجارهای اخلاقی اسلامی باید اولویت‌بندی آن‌ها نیز در نظر گرفته شود. معیار اولویت‌بندی نیز براساس اهمیت منابعی است که هنجارهای اخلاقی از آن‌ها استنباط می‌شوند.

ج. برای اجرای هنجارهای اخلاقی اسلامی و تشخیص اولویت آن‌ها در بازار سهام به سیستم نظارت بر بازار نیاز است. این سیستم نظارت باید متشکل از کسانی باشد که هم در زمینه فقه معاملات و هم در زمینه بازار سرمایه آموزش کافی دیده‌اند.

## منابع و مأخذ

### أ. فارسی

۱. پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، مبانى اقتصاد اسلامى، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۷۹ ش.
۲. \_\_\_\_\_، مدیریت مالی، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۸۰ ش.
۳. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، فرهنگ اصطلاحات مالی، تهران، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، ۱۳۷۵ ش.
۴. جهانخانی، علی و عبده تبریزی، حسین، «نظریه بازار کارای سرمایه» تحقیقات مالی، سال اول، شماره اول، زمستان ۱۳۷۲ ش.
۵. حرّ عاملی، محمد بن حسن، وسائل الشیعه، قم، مؤسسه آل‌البیت، ۱۴۱۴ ق.
۶. رضی، ابوالحسن الشریف، نهج‌البلاغه، تحقیق صحیح الصالح، قم، انتشارات هجرت، ۱۳۹۵ ق.
۷. شهیدی، مهدی، تشکیل قراردادها و تعهدات، تهران، نشر حقوقدان، اول، ۱۳۷۷ ش.
۸. صالح‌آبادی، علی، «بورس‌بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام»، تهران، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق علیه السلام، ش ۲۰، زمستان ۱۳۸۲ ش.
۹. صالح‌آبادی، علی و همکاران، اصول مدیریت مالی اسلامی و ابزارهای آن، تهران، مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۰ ش.
۱۰. کاتوزیان، ناصر، قواعد عمومی قراردادها، انتشارات بهشتی، ۱۳۶۳ ش، ج ۱.
۱۱. مطهری، مرتضی، بررسی اجمالی مبانى اقتصاد اسلامى، انتشارات صدرا، ۱۳۸۱ ش.
۱۲. مکارم شیرازی، ناصر، و دیگران، تفسیر نمونه، بی‌تا، ج ۱.
۱۳. نجفی، محمدحسن، جواهر کلام، تهران، دارالکتب الاسلامیه، بی‌تا.
۱۴. نجفی، مهدی، تجربه بازارهای مالی اسلامی در مالزی، مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۳ ش.

۱۵. \_\_\_\_\_ نقش واسطه‌های بانکی در کارایی بورس اوراق بهادار «گزارش تحقیقی» شماره ۲۶، شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، ۱۳۷۱ش.

## ب. انگلیسی

1. H shefrin and M staman "*Ethics, fairness, Efficiency, and financial Markets*", The Research Foundation of Institute of chartered Financiol Analysts, Virginia, 1992.
2. Hussein Hamid Hossan, *Jurisprudence of Maslahah and its contemporary Applications*, Eminent Scholars, Lecture Series No. 7. Islamic Research and Training Institute, IDB Jeddah, 1994.
3. Lev Barvch "*Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting policy*" The Accounting Review, vol.63, No 1, 1988.
4. Man, Z, "*Managment system of the Islamic share Market, Model and its Implementation in Malasia*" , A seminar. presented in the national conference on Islamic management, UTM, Jobor Bahru Malasia, Nov, 1993.
5. Man. Z, "*share and Investment in the share Market*" A General observation on Related Issues from and Islamic perspective", A paper presented in a seminar series on the Islamic Economics at the National productivity center Hotel, P.Jaya, Malasia, 26-27 April, 1994.
6. Mohamaad H kamali "*Have we Neglected the shariah law Doctrine of Masalahah?*" Islamic studies, vol 27, 1988.
7. Mohammad Obaidullah. "*Ethics and Efficiency in Islamic Stock Market*". International Journal of Islamic Financial services, volume 3, No 2, 2002.
8. Sabbagh, Hashem, "*The Mechanism and operation of An Islamic Financial Market*", seminar of central Bank of Iran, June 2000.
9. Salamon. H. "*speculation in the stock Market from an Islamic perspective*", Review of Islamic Economics, No: 9, 2000.
10. Saunders & comet, "*Financial Markets and Institutions*" Mcgraw Hill 2001.



مرکز تحقیقات کامپیوتر علوم اسلامی