

بازار سرمایه اسلامی

ویژه نامه بورس



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization



افق حوزه

هفته نامه افق حوزه | آبان ۱۳۹۸ | ۸۸ صفحه | ۲۰۰۰۰ تومان

معرفی ساختار بازار سرمایه و ابزارها و نهادهای آن
باتأکید بر مبانی فقهی

سخن نخست | ۲ |

فصل اول / گفت وگو

ابزارهای مالی اسلامی به سالم تر شدن اقتصاد کمک می کند

گفت وگو با دکتر شاپور محمدی، ریاست سازمان بورس و اوراق بهادار | ۴ |

گزارشی از کمیته فقهی بورس و تشریح وضعیت اسناد خزانه اسلامی

گفت وگو با حجت الاسلام والمسلمین دکتر غلامرضا مصباحی مقدم | ۶ |

ویژگی های بازار سرمایه نسبت به بانکداری و حکم فقهی فعالیت در بورس

گفت وگو با حجت الاسلام والمسلمین دکتر سیدعباس موسویان | ۸ |

بررسی وضعیت نظام سرمایه در ایران

گفت وگو با حجت الاسلام والمسلمین حسن آقائظری، کارشناس بازار سرمایه | ۱۶ |

موضوع شناسی معاملات در بورس و جایگاه فقهی در بازار سرمایه اسلامی

گفت وگو با حجت الاسلام والمسلمین دکتر مجید رضایی، عضو کارگروه بازار سرمایه اسلامی قم | ۲۱ |

کارکرد و انواع صندوق های سرمایه گذاری

گفت وگو با حجت الاسلام والمسلمین علوی، عضو کارگروه بازار سرمایه اسلامی قم | ۳۲ |

مالکیت معنوی یک منطق خردمندانه برای تأمین هزینه ایده و فکر از بازار مصرف است

گفت وگو با دکتر محمود حکمت نیا، عضو هیأت علمی پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی | ۳۶ |

فصل دوم / معرفی بازار سرمایه در جمهوری اسلامی ایران و برخی از محصولات آن

مقدمه | ۴۲ |

بخش اول / تاریخچه بورس | ۴۴ |

بخش دوم / معرفی بازار سرمایه | ۴۶ |

• ارکان بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران • شورای عالی بورس و اوراق بهادار • سازمان بورس و اوراق

بهادار • وظایف سازمان بورس و اوراق بهادار

بخش سوم / تشکلهای خود انتظام | ۴۸ |

• بورس ها • بازارهای خارج از بورس • فرابورس ایران • شرکت سپرده گذاری مرکزی • کانون ها

بخش چهارم / نهادهای مالی در بازار سرمایه | ۵۴ |

• شرکت های تأمین سرمایه • شرکت های کارگزاری • شرکت سیدگردان • صندوق سرمایه گذاری • شرکت

سرمایه گذاری • شرکت مادر (هلدینگ) • شرکت مشاور سرمایه گذاری

بخش پنجم / منابع حقوقی بازار سرمایه | ۶۰ |

• قوانین • مقررات و دستورالعمل ها • عرف • رویه قضایی

بخش ششم / صکوک | ۶۲ |

• معرفی صکوک • اوراق اجاره • معرفی اجمالی اوراق اجاره • انواع اوراق اجاره • انواع قراردادهای

اجاره در اوراق اجاره تأمین مالی • مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص انتشار اوراق اجاره •

اوراق اجاره مصون از تورم • اوراق اجاره مبتنی بر سهام • مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص

اوراق اجاره مبتنی بر سهام • انتشار اوراق اجاره سهام برای شرکت های خصوصی • اوراق مرابحه •

معرفی اوراق مرابحه • انواع اوراق مرابحه • مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص اوراق مرابحه •

تعریف اوراق مرابحه • انواع اوراق مرابحه • نظر کمیته تخصصی فقهی • اوراق منفعت • معرفی اوراق

منفعت • مدل عملیاتی اوراق منفعت • روابط حقوقی اوراق منفعت • مصوبه کمیته تخصصی فقهی

در خصوص اوراق منفعت • نظر کمیته تخصصی فقهی • مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص

وجود ضامن در اوراق منفعت • نظر کمیته تخصصی فقهی • اوراق سلف • مدل عملیاتی اوراق سلف

• اوراق سلف با بازدهی نامعین • اوراق سلف با حداقل بازدهی • اوراق سلف با حداقل و حداکثر

بازدهی • مصوبه کمیته فقهی در خصوص اوراق سلف

بخش هفتم / قراردادهای مشتقه در بازار سرمایه | ۸۳ |

• قرارداد آتی • معرفی قرارداد آتی • تعریف قرارداد آتی در ایران • مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص

قراردادهای آتی • قرارداد اختیار معامله • معرفی قرارداد اختیار معامله • تعریف قرارداد اختیار معامله در

ایران • مصوبه کمیته فقهی در خصوص قرارداد اختیار معامله • نتایج شرعی قرارداد اختیار معامله

| ویژه نامه بورس |

| معرفی ساختار بازار سرمایه و ابزارها و نهادهای آن

(با تأکید بر مبانی فقهی)

| هفته نامه افق حوزه

| شماره ۲۳ | آبان ۱۳۹۸

| ربیع الأول ۱۴۴۱

| نوامبر ۲۰۱۹

| ۸۸ صفحه | ۲۰۰۰۰ تومان

| صاحب امتیاز: مرکز مدیریت حوزه های علمیه

| مدیر مسئول: سیدمفید حسینی کوهساری

| مدیر رسانه و اطلاع رسانی حوزه های علمیه:

محمد رضا برته

| سردبیر: رمضانعلی عزیزی

| دبیر تحریریه ویژه نامه ها: حمید کرمی

| با تشکر از: دکتر سید محمد امین زاده

کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سازمان بورس و اوراق بهادار

و عماد شالی کاربان

| امور هنری: سیدامیر سجادی

| چاپ: عمران

| تلفن: ۰۲۵-۳۲۹۰۰۵۳۸

| نمابر: ۰۲۵-۳۲۹۰۱۵۲۳

| نشانی: قم، بلوار جمهوری

کوچه ۲، پلاک ۱۵

| صندوق پستی: ۳۷۱۸۵/۴۳۸۱

| پایگاه اینترنتی: www.ofoghawzah.ir

| پست الکترونیک: info@ofoghawzah.ir

| کانال تلگرامی: telegram.me/ofogh.howzah

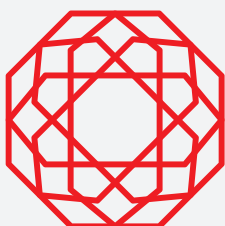


سخن نخست

بازار سرمایه در کنار دیگر واسطه‌های پولی و مالی امروزه نقش به‌سزایی در اقتصاد جهانی داشته و در ایران اسلامی عزیز با بیش از ده میلیون سهام‌دار با سرنوشت بخش قابل توجهی از مردم این سرزمین و نیز اقتصاد ملی گره خورده و جایگاه مهم و روبه‌رشدی پیدا کرده‌است. اگرچه متأسفانه و برخلاف بسیاری از اقتصادهای پیشرفته دنیا، سهم بازار سرمایه نسبت به مجموع تخصیص‌ها و تجهیزهای مالی کمتر از ۱۰ درصد بوده‌است. و در گام دوم انقلاب و به‌عنوان یکی از عناصر تقویت‌کننده اقتصاد مقاومتی و اقتصاد مولد و درونزا چاره‌ای جز افزایش سهم آن نسبت به سهم بانک‌ها وجود ندارد. مهم‌ترین ویژگی ممتاز بازار سرمایه و بورس کشور نسبت به سیستم بانکی، مرتبط شدن سرمایه‌های مالی کشور با فعالیت‌های مشخص و شرکت‌ها و موسسات اقتصادی معین است. طبیعی است این خصوصیت با روح و اهداف اقتصاد اسلامی تجانس و تقارب بیشتری داشته و به تأمین و تجهیز مالی بخش مولد اقتصاد کمک بیشتری می‌کند. جامعه مذهبی و نیز جامعه‌ی حساس نسبت به عرق و تولید ملی در بازارهای سرمایه‌ای با سهولت و شفافیت بیشتری می‌تواند شاهد تحقق اهداف دینی و ملی و اجرای عقود شرعی باشد.

حوزه‌های علمیه در دوره تحولی خویش، خود را موظف به پاسخ‌گویی به نیازهای متنوع نظام جمهوری اسلامی دانسته و نسبت به این مقوله مهم که بدون تردید یکی از مقومات اقتصاد متناسب با تمدن نوین اسلامی است، خود را از سویی مسئول و پاسخ‌گو در تعیین اصول و خط و مشی دینی و تأمین مبانی فقهی و از سویی مطالبه‌گر و ناظر و هدایت‌گر در رعایت اصول دینی و عملی شدن بایسته‌های شرعی می‌داند. در این راستا، رسانه حوزه بیش از دو سال است که فعالیت‌هایی را در زمینه اقتصاد از دیدگاه اسلام، انجام داده و با همراهی و همکاری ستودنی مسئولان سازمان بورس و اوراق بهادار، تفاهم‌نامه‌ای جهت توسعه و تقویت فعالیت‌ها و برنامه‌های فی‌مابین اقدام نموده و بر اساس آن تاکنون اقداماتی: چون برگزاری دوره آموزشی «فقه بازار سرمایه» برای اعضای انجمن اقتصاد حوزه علمیه و برگزاری سلسله جلساتی تحت عنوان «گفتمان فقهی بازار سرمایه» با همکاری مرکز رشد پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی انجام گرفته و انتشار این ویژه‌نامه نیز، گامی دیگر در جهت شناخت دقیق‌تر موضوع و گفتمان‌سازی و جریان‌سازی فکری و معرفتی و گشودن افق‌های جدید فراروی محققان، طلاب و دانش‌پژوهان می‌باشد.

سیدمفید حسینی کوهساری





فصل اول

گفت و گو





■ راه کمیته فقهی بازار سرمایه کشور چگونه شکل گرفت و در آن چه اقداماتی انجام می‌شود؟

■ سال ۸۴ و زمانی که قانون جدید بازار اوراق بهادار مصوب شد، حجج اسلام آقایان دکتر مصباحی مقدم، صالح آبادی و موسویان با تدبیر کمیته تخصصی فقهی بازار سرمایه را راه‌اندازی کردند. اکنون نیز ریاست کمیته فقهی بر عهده جناب حجت الاسلام والمسلمین دکتر مصباحی مقدم است و جلسات آن هر دو هفته یک بار برگزار می‌شود.

یکی از مهم‌ترین اقدامات در این کمیته این است که پیش از معرفی ابزارهای مالی جدید حتماً باید اول مصوبه کمیته فقهی اخذ شود. پس از آن دستورالعمل‌های اجرایی تدوین می‌شود.

■ کمیته فقهی چه ساختاری دارد؟

■ آیت الله تسخیری، یکی از اعضای کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار است که با توجه به سابقه طولانی که در این حوزه دارند، نظرات ارزشمندی را ارائه می‌دهند. آقایان رضایی و نظری هم از دیگر اعضای کمیته فقهی هستند. به علاوه، آقایان فهیمی و محسنی هم به عنوان اعضای حقوقی و مالی در کمیته فقهی سازمان بورس حضور دارند. با توجه به موضوع هر جلسه، مدیران و کارشناسان واحدهای مختلف سازمان نیز در جلسه حاضر می‌شوند.

دبیر خانه کمیته فقهی بسیار فعال است و مرکز پژوهش سازمان نیز همکاری گسترده‌ای با این کمیته دارد. هم‌چنین پنج سال پیش مقرر شد تا یک کارگروه فرعی در قم داشته باشیم. از همین رو دفتری در قم برای این کار اجاره شد. قبل از ارجاع مسایل به کمیته فقهی بازار سرمایه، موضوع در کارگروه قم بررسی می‌شود تا اگر ابهاماتی باشد، با مراجعه سریع به علما، موضوع پیگیری شود. حجت الاسلام والمسلمین سید محمد تقی علوی، حجت الاسلام والمسلمین دکتر مجید



ابزارهای مالی اسلامی

به سالم تر شدن اقتصاد کمک می‌کند

گفت و گو با دکتر شاپور محمدی، ریاست سازمان بورس و اوراق بهادار

جامعه سهامداری ایران در حالی به حدود ۱۰ میلیون نفر رسیده است که با اجرای برنامه جدید دولت مبنی بر آزادسازی سهام عدالت، جمعیت سهامداران به بیش از ۵۰ میلیون نفر خواهد رسید و از این رو، ضروری است سؤالات شرعی جامعه پیرامون ابعاد مختلف فعالیت در بورس پاسخ داده شود. با همین پیش‌بینی بود که کمیته فقهی بازار سرمایه کشور، همزمان با تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار در سال ۸۴، راه‌اندازی شد. از آن تاریخ دغدغه سازمان بورس همواره این بوده که هرگونه طراحی و ابزارسازی جدید بازار سرمایه، منطبق بر مبانی شرع مقدس اسلام باشد و از این رو، شورای عالی بورس نیز تصویب کرد تمامی ابزارهای جدید مالی که برای تصویب به شورا ارائه می‌شود، باید مصوبه کمیته فقهی را داشته باشد. از سوی دیگر مدیران فعلی بازار سرمایه نیز همواره رهنمودها و ارشادات مراجع عظام تقلید را در راستای ایجاد بازار سرمایه اسلامی و مبتنی بر مبانی شرع مقدس اسلام، سرلوحه فعالیت‌های خود قرار داده‌اند و به این موضوع اعتقاد دارند. همین موضوع بهانه‌ای شد تا با دکتر شاپور محمدی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص فعالیت کمیته تخصصی فقهی بازار سرمایه گفت‌وگو کنیم.



حبیبیان، حجت‌الاسلام والمسلمین دکتر غلامعلی معصومی‌نیا و دکتر محمود حکمت‌نیا اعضای کارگروه بازار سرمایه اسلامی (کمیته فقهی فرعی) هستند.

بعد از این‌که کمیته فقهی قم فعال شد به دنبال امضای تفاهم‌نامه با حوزه بودیم که خوشبختانه این تفاهم‌نامه با حضرت آیت‌الله اعرافی امضا شد.

■ موضوع تفاهم‌نامه چه بود؟

■ تفاهم‌نامه مشترک با حوزه در خصوص انتشار نشریه، برگزاری همایش‌ها و سمینارها در قم و تهران، پروژه‌های تحقیقاتی میان بازار سرمایه و حوزه علمیه قم، برگزاری نشست‌های علمی است و مقرر شده بخشی از کارها را سازمان بورس و بخشی را حوزه انجام دهد.

اکنون اعضای هیئت تحریریه مجله مشترک هم انتخاب شده‌اند. البته تفاهم‌نامه ما ظرفیت و قابلیت بیشتری دارد. برای مثال اگر دانشجویان اقتصاد یا مالی بخواهند با مباحث فقهی بازار سرمایه آشنا شوند از توان و ظرفیتی که حوزه می‌تواند در اختیار بگذارد، استفاده می‌کنیم. متقابلاً می‌توانیم در خصوص معرفی ابزارهای بازار سرمایه با حوزه همکاری و مشورت کنیم.

■ مهمترین دستاوردهای کمیته فقهی تاکنون

چه بوده است؟

■ باید افتخار کنیم که امروز ساختار بازار سرمایه کشور و ابزارهای مالی موجود منطبق با شرع است و هیچ شبهه‌ای در بازار سرمایه ایران اسلامی وجود ندارد. هم‌چنین تمام ابزارهای بازار سرمایه اعم از اوراق مشارکت، مرابحه، منفعت، جعاله، وکالت و... یا ابزارهایی مانند وارانت (Warrant)، آتی سبد سهام، فروش استقراضی یا اوراق بیمه اتکایی در کمیته فقهی مورد بررسی قرار گرفت و اکثر آن‌ها راه‌اندازی شد و دستورالعمل برخی از آن‌ها هم در حال نگارش است. یکی از تصمیماتی که گرفته شد و اکنون

در حال اجراست، این است که تمام ابزارهای مالی اسلامی را به زبان عربی و انگلیسی ترجمه کنیم و مستندات آن را در اختیار کشورهای اسلامی بگذاریم. اگر این کشورها پیشنهاد یا نکاتی برای تصحیح مسیر دارند، به کمیته فقهی منتقل می‌کنند و امیدوارم با این اقدام ابزارهای مالی اسلامی کشور ما در دنیا به صورت گسترده استفاده شود.

بحث ارتباط با کمیته‌های فقهی در سایر بورس‌های جهان، از طریق ترجمه متون ابزارهای مالی اسلامی و ابزارهای پیشنهادی در پیش گرفته شده است و به کمیته‌های شریعت آن‌ها دستاوردهای خود را ارسال می‌کنیم.

■ ابزارهای مالی اسلامی چه نقشی در توسعه بازار سرمایه دارد؟

■ معتقدیم که توسعه ابزارهای مالی اسلامی به سالم‌تر شدن اقتصاد کمک می‌کند. اسلام عمدتاً توصیه می‌کند که منابع در پروژه‌های مشخص به کار گرفته شود و ابزارها با همین رویکرد طراحی شده‌اند. زمانی که پروژه مشخصی برای سرمایه‌گذاری وجوه انتخاب شود، ریسک آن پروژه و حدود و مرز آن مشخص است. بنابراین سرمایه‌گذار می‌داند که سرمایه‌اش دقیقاً در چه پروژه‌ای صرف شده و نتایج حاصل شده قابل ارزیابی است. در حالی که اوراق قرضه در سایر کشورها چنین خاصیتی ندارند و دارنده ورقه نمی‌داند که سرمایه دقیقاً کجا هزینه شده است. از این حیث ابزارهای مالی اسلامی از نظر پوشش ریسک، ابزارهای بهتری هستند و دنیا هم صرف نظر از اعتقاداتش از این ابزارها استفاده می‌کند.

باید افتخار کنیم که امروز ساختار بازار سرمایه کشور

و ابزارهای مالی موجود منطبق با شرع است

و هیچ شبهه‌ای در بازار سرمایه ایران اسلامی وجود ندارد.

هم‌چنین تمام ابزارهای بازار سرمایه اعم از اوراق مشارکت، مرابحه، منفعت

جعاله، وکالت و... یا ابزارهایی مانند وارانت، آتی سبد سهام

فروش استقراضی یا اوراق بیمه اتکایی در کمیته فقهی مورد بررسی قرار گرفت

و اکثر آن‌ها راه‌اندازی شد

و دستورالعمل برخی از آن‌ها هم در حال نگارش است.



■ جایگاه کمیته فقهی در تدوین قوانین و مقررات کجاست؟

■ روال این است که هیچ ابزاری را وارد بازار سرمایه نکنیم مگر این‌که ابتدا بحث‌های نظری در کمیته فقهی مطرح شود. پس از آن‌که مشخص شد این موارد از نظر فقهی مورد تأیید هستند یا خیر، نظر کمیته را می‌گیریم. بعد از تأیید کمیته، دستورالعمل‌ها نوشته می‌شود. اگر در مراحل تدوین دستورالعمل‌ها برای یک بند یا ماده‌ای نیاز به تأیید دوباره کمیته فقهی باشد این کار صورت می‌گیرد. زیرا معتقدیم درست بودن ابزارهای مالی به لحاظ شرعی، اصل اول است. ابزارهای پیشنهادی ابتدا در کمیته فقهی مورد بررسی قرار می‌گیرد. پس از تأیید، دستورالعمل‌ها نوشته می‌شود و پس از تصویب اجرایی می‌شود.





□ در مورد وضعیت انتشار اسناد خزانه

اسلامی و کارکردهای آن بیشتر توضیح دهید؟

■ شاید در میان مجموعه اوراقی که هم اکنون در بازار سرمایه مبادله می‌شود، بالاترین بازدهی را اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. به‌ویژه آن‌که همه این اوراق تاکنون در تاریخ سررسید تسویه شده و اطمینان خاطر خوبی را برای مخاطبان آن به‌وجود آورده است.

این ابزار دقیقاً منطبق با فقه شیعه است و در بسیاری از کشورها هنوز به کار گرفته نشده و ظرفیت‌های آن ناشناخته مانده است.

نکته مهم در خصوص این ابزار این است که در حال حاضر در بودجه سالانه ما به‌طور گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرند.

دولت قادر است از طریق اسناد خزانه اسلامی، بدهی‌های خود به بخش‌های غیردولتی را بپردازد؛ ضمن این‌که نوعی انضباط مالی در بدهی‌های دولت پدید می‌آید و برای پیمانکاران نیز اطمینان خاطر حاصل

گزارشی از کمیته فقهی بورس

و تشریح وضعیت اسناد خزانه اسلامی

گفت‌وگو با حجت‌الاسلام والمسلمین دکتر غلامرضا مصباحی مقدم
رئیس کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

حجت‌الاسلام والمسلمین دکتر غلامرضا مصباحی مقدم؛ رئیس محترم کمیته تخصصی فقهی در این گفت‌وگو ضمن تشریح نقش کمیته فقهی در توسعه بازار اسلامی تشریح وضعیت انتشار اسناد خزانه اسلامی پرداختند که در ادامه می‌خوانید.

□ نقش کمیته فقهی در توسعه بازار سرمایه مبتنی بر شریعت اسلام را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

■ راه‌اندازی کمیته تخصصی فقهی در اوایل تشکیل سازمان بورس و اوراق بهادار شجره طیبه‌ای بود که مسیر توسعه بازار سرمایه منطبق با شریعت را در ایران هموار کرد و از زمان راه‌اندازی این کمیته موضوعات مختلفی در آن بررسی شده است، همان‌طوری که می‌دانید اسناد خزانه اسلامی یکی از ابزارهای تأمین مالی نیازهای بخش دولتی است و توسعه این ساز و کار یکی از ثمرات بررسی‌های فقهی در حوزه ابزارهای مالی است.





در حال حاضر سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت گسترده از ابزارهای جدید استفاده می‌کند، و هر سال طی یک همایش بین‌المللی این موضوع به بررسی گذاشته می‌شود و از کشورهای مختلف گردهم می‌آیند که ما نیز ابزارها و ظرفیت‌های بازار سرمایه را برای شرکت‌کنندگان حدود ۲۰ کشور معرفی می‌کنیم. خوشبختانه ابزارهای جدیدی که در بازار سرمایه به کار گرفته شده‌اند عمدتاً معرفی هم شده‌اند، البته شاید هنوز چندان فراگیر نشده باشند. لذا معرفی‌های اولیه صورت گرفته ولی مهم، بسط و توسعه این ابزار است.



می‌شود و از کشورهای مختلف گردهم می‌آیند که ما نیز ابزارها و ظرفیت‌های بازار سرمایه را برای شرکت‌کنندگان حدود ۲۰ کشور معرفی می‌کنیم. خوشبختانه ابزارهای جدیدی که در بازار سرمایه به کار گرفته شده‌اند عمدتاً معرفی شده است، البته شاید هنوز چندان فراگیر نشده باشد. لذا معرفی‌های اولیه صورت گرفته ولی مهم، بسط و توسعه این ابزار است.

■ اگر نکته‌ای در پایان دارید بیان فرمایید؟

■ امیدواریم که با آشنایی نخبگان حوزوی با مسایل روز بازار سرمایه، ظرفیت موجود در حوزه‌های علمیه برای تقویت توسعه مبتنی بر آموزه‌های شریعت اسلام در بازار سرمایه بکار گرفته شود و نظرات تخصصی حوزویان در فعالیت‌های کمیته تخصصی فقهی و تنظیم مصوبات آن مثمرتر باشد.

می‌شود که بدهی‌های دولت به آن‌ها معوق نخواهد شد.

البته شاید درمیان مجموعه اوراقی که هم اکنون در بازار سرمایه مبادله می‌شود، بالاترین بازدهی را اسناد خزانه اسلامی داشته باشد. به‌ویژه آن‌که همه این اوراق تاکنون در تاریخ سررسید تسویه شده و اطمینان خاطر خوبی را برای مخاطبان آن به‌وجود آورده است.

این اسناد به جهت ارزش هم می‌تواند با ارزش ثابت پذیرفته شود؛ یعنی قدرت خرید این بدهی باقی بماند و درآمد آن طی مدتی قابل قبول به‌دست دارندگان برسد.

■ دستاوردهای کمیته تخصصی فقهی تا چه حد در سطح بین‌الملل معرفی معرفی شده است؟

■ در حال حاضر سازمان بورس و اوراق بهادار به‌صورت گسترده از ابزارهای جدید استفاده می‌کند، و هر سال طی یک همایش بین‌المللی این موضوع به بررسی گذاشته





افراد با سرمایه‌های مختلف نمی‌توانند وارد فعالیت‌های اقتصادی بشوند.

در نقطه مقابل فعالانی در حوزه اقتصادی هستند که در عین آشنایی با دانش و با تجربه کار و این که ریسک کار را به عهده می‌گیرند، اما برای شروع و اداره بنگاه اقتصادی مورد نظر سرمایه لازم را در اختیار ندارند. برای پوشش دادن این چالش از قرون اولیه واسطه‌های مالی شکل گرفتند. در گذشته این کار در قالب صرافی‌ها و از حدود ۶۰۰ سال قبل در قالب بانک‌ها شکل گرفت و از حدود ۲۰۰ سال قبل تحت عنوان بازار سرمایه قالب‌هایی به وجود آمد که سرمایه‌های نقدی را تجهیز می‌کرد. آن‌ها سرمایه‌ها را از افرادی که قادر به انجام فعالیت‌های اقتصادی نیستند در قالب‌هایی مانند سپرده و اوراق گردآوری کرده و در اختیار فعالان اقتصادی و کارآفرینان قرار می‌دهند و به این ترتیب سرمایه‌های نقدی به حرکت درآمده و سرمایه‌های غیرفعال انسانی را مشغول به کار می‌کردند.

لازم به ذکر است که در کشور ما بیش از ۹۰ درصد تخصیص و تجهیز منابع توسط نظام بانکی صورت می‌گیرد و تنها حدود ۱۰ درصد تجهیز و تخصیص منابع توسط بازار سرمایه صورت می‌گیرد و در دنیا هم با مقداری تفاوت شرایط به همین ترتیب است. البته هرچه به کشورهای اقتصادی و پیشرفته نزدیک‌تر می‌شویم سهم بازار سرمایه بیشتر است به طوری که در برخی از کشورها این نسبت به شکل ۵۰ درصد برابر می‌باشد.

ویژگی بازار سرمایه نسبت به بانکداری

نظام بانکی و بازار سرمایه هر دو نقش واسطه مالی را ایفا می‌کنند و سرمایه‌ها را تجهیز کرده و در اختیار کارآفرینان قرار می‌دهند اما ویژگی بازار سرمایه نسبت به بانکداری در این است که کار را مستقیم انجام می‌دهند. به عنوان مثال سهام یک کارخانه منتشر شده و خریداران سهام به صورت مستقیم در آن کارخانه سرمایه‌گذاری می‌کنند و پول



ویژگی‌های بازار سرمایه نسبت به بانکداری و حکم فقهی فعالیت در بورس

گفت‌وگو با حجت الاسلام والمسلمین دکتر سیدعباس موسویان
نائب رئیس کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

حجت الاسلام والمسلمین دکتر سیدعباس موسویان نائب رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در گفت‌وگو با هفته‌نامه افق حوزه به مزایای سرمایه‌گذاری در بورس، ویژگی‌های بازار سرمایه نسبت به بانکداری و... پرداخته است که در ادامه می‌خوانید.

□ **لطفاً در خصوص مزایای سرمایه‌گذاری در بورس نسبت به سرمایه‌گذاری در بانک نکات مورد نظر را ارائه فرمایید.**

■ در هر جامعه گروهی از افراد وجود دارند که سرمایه لازم را در اختیار دارند اما به دلایل مختلف نمی‌توانند وارد فعالیت‌های اقتصادی شوند؛ یا این که مبلغ سرمایه کم است و سرمایه‌گذاری آن‌ها کوتاه مدت است و یا مقدار سرمایه مناسب و بلندمدت است، اما سرمایه‌گذار به دلایل مختلفی توان لازم را ندارد؛ بنابراین به دلایل مختلف



آن‌ها تبدیل به زمین کارخانه و ساختمان و ماشین‌آلات و تجهیزات می‌شود و چنان‌چه اوراق مشارکت خریداری می‌شود این اوراق به‌طور مستقیم وارد کار احداث سد و بزرگراه و پالایشگاه و غیره می‌شود. اما در نظام بانکی منابع پولی با واسطه وارد فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. به این صورت که شخص ابتدا در بانک سپرده‌گذاری می‌کند و بانک بر اساس تشخیص خودش بخشی از این سپرده‌ها را برای نیازهای مصرفی و برخی را برای فعالیت‌های اقتصادی تخصیص می‌دهد. البته ما در نظام بانکی با یک‌سری ریزش‌هایی مواجه هستیم. لذا وقتی سپرده وارد نظام بانکی می‌شود در ابتدای کار حدود ۱۰ تا ۱۳ درصد آن به‌صورت ذخایر قانونی سپرده‌ها در بانک مرکزی بلوکه می‌شود و به دلیل این‌که احتمال مراجعه سپرده‌گذار به بانک وجود دارد، بانک چند درصد از نقدینگی (حدود ۵ درصد) را نزد خودش نگه می‌دارد. به این ترتیب تا این جای کار حدود ۱۸ درصد سرمایه از نظام سرمایه‌گذاری خارج و از ۸۲ درصد باقی مانده بخشی برای امور رفاهی خانوارهای جامعه هزینه می‌شود تا پاسخ‌گوی تقاضای تسهیلات قرض‌الحسنه و غیرقرض‌الحسنه آن‌ها باشد. به این ترتیب از صد واحد سرمایه‌ای که وارد بانک می‌شود حداکثر ۷۰ تا ۷۵ واحد آن برای فعالیت‌های اقتصادی تخصیص داده می‌شود و مابقی به‌صورت ذخیره احتیاطی یا تأمین امور مصرفی به کار گرفته می‌شود. اما در بازار سرمایه تمام صد واحد جذب فعالیت‌های اقتصادی خواهد شد. زیرا وقتی سهام یک کارخانه صنعتی را خریداری می‌کنید همه پول شما صرف آن کارخانه می‌شود و در خرید اوراق نیز، همین شرایط وجود دارد و ذخیره‌ای وجود ندارد و صاحبان اوراق نمی‌توانند برای پس گرفتن پول خود مراجعه کنند؛ بنابراین فقط می‌توانند این اوراق را به شخص دیگری بفروشند. در نتیجه فعال

اقتصادی تمام سرمایه نقدی را وارد فعالیت‌های اقتصادی می‌کند. بنابراین از جهت وارد شدن به فعالیت‌های اقتصادی و زمینه‌سازی برای رشد و توسعه اقتصادی، بازار سرمایه با حدود ۲۵ درصد بیشتر نسبت به بانک می‌تواند وارد فعالیت‌های اقتصادی بشود.

نکته دیگر این است که در بازار سرمایه خود سرمایه‌گذار تعیین می‌کند که وارد کدام شاخه اقتصادی شود. مثلاً می‌تواند سهام کارخانه‌های خودروسازی، پتروشیمی، فولاد، سیمان و... را بخرد. در حالی که در نظام بانکی سپرده‌گذاران منابع را در اختیار بانک می‌گذارند و بانک نسبت به تخصیص منابع برای فعالیت‌های اقتصادی تصمیم می‌گیرند. اگر بحث مطالبات معوق را به‌عنوان معیار موفقیت و عدم موفقیت در نظر بگیریم در صنعت بانکداری به شکل رسمی با حدود ۱۵ درصد مطالبات معوق روبه‌رو هستیم به این معنی که نظام بانکی منابعی را پرداخت کرده و در برگرداندن این منابع موفق نبوده است این مطلب به این معناست که بانک‌ها حدود ۱۵ درصد انتخاب صحیح و توأم با موفقیت نداشته‌اند. در مقایسه بانک و بازار سرمایه می‌بینیم سهم شرکت‌های ناموفق در بازار سرمایه به ۵ درصد هم نمی‌رسد و از این جهت نوعاً شرکت‌هایی که وارد بازار سرمایه می‌شوند و اقدام به جذب منابع می‌کنند، به دلیل نظارت‌های مستمری که بر آن‌ها وجود دارد و ملزمند صورت‌های شفاف مالی ارائه بدهند تا متناسب با آن صورت‌های مالی اجازه انتشار اوراق جدید دریافت کنند.

امروزه در بورس و بازار سرمایه انواعی از معاملات صورت می‌گیرد که یکی از آن‌ها سهام است. سهام نقش مهمی و در بازار سرمایه ایران دارد. تا حدود ۲۰ سال قبل فقط سهام مطرح بود و بعد از آن ابزارهای جدید وارد معاملات بازار سرمایه شده است. امروزه نزدیک به ۱۵ ابزار در بازار سرمایه مورد معامله و داد و ستد قرار می‌گیرد که یکی از آن‌ها سهام است. بررسی سهام از جهت فقهی و موازین شرعی در دو سطح انجام می‌گیرد.



اگر شرکتی بخواهد سهام یا اوراق بهادار جدید منتشر کند، باید صورت‌های مالی چند سال گذشته خود را به بازار بورس ارائه دهد و بعد از بررسی و موافقت، به او مجوز ارائه درصدی از سرمایه را به‌عنوان افزایش سرمایه خواهند داد. اما این شرایط در بانک به‌صورتی است که نقاط انحراف بیشتری را مشاهده می‌کنیم. علت این است که بانکدارها کارشناس‌های خبره بخش‌های اقتصادی نیستند. مثلاً کارخانه‌ای به بانک مراجعه می‌کند، بانک توان علمی تحلیل آن کارخانه را ندارد که آیا اعطای تسهیلات به آن کارخانه موفقیت‌آمیز است یا نه؟! البته تا حدود زیادی کارشناسی صورت می‌گیرد اما این کارشناسی به صورت کامل انجام نمی‌شود، لذا با ریزش ۱۵ درصدی مواجه هستیم و اگر این ۱۵ درصد را به ۱۸ درصد قبلی اضافه کنیم تفاوت معنادار می‌شود.





به این معنا که از هر صد واحد منابعی که وارد بانک می‌شود، در خوشبینانه ترین حالت ۶۰ درصد آن وارد فعالیت‌های مفید و مولد و مؤثر در اقتصاد می‌شود ولی با اطمینان می‌توان گفت در بازار سرمایه از هر صد واحد سرمایه بیش از ۹۵ درصد منابع وارد فعالیت‌های مفید و مولد می‌شود. از این جهت در شاخص‌های توسعه یافتگی مشاهده می‌کنیم هر چقدر سهم بازار سرمایه در کشوری افزایش یابد میزان توسعه یافتگی آن کشور نیز افزایش می‌یابد. به همین جهت می‌توانیم بگوییم لازم است سیاست‌گذاری دولت و مجلس و قوه قضائیه و سایر مسئولین امر باید به این سمت باشد تا بتوانند هرچه بیشتر به گسترش بازار سرمایه کمک کنند.

ویژگی سومی که برای افراد متدین و مؤمن مهم است نزدیک بودن بازار سرمایه به معاملات شرعی است. از آن جا که بازار سرمایه با اقتصاد واقعی از جمله سهام کارخانه، اوراق پروژه، اوراق اجاره و اوراق مرابحه سرو کار دارد، با فعالیت‌های واقعی اقتصاد مواجه است و از منظر شرعی نیز نسبت به صنعت بانکداری و بازار پول که با داد و ستد پول و جابه‌جایی سرمایه نقدی سر و کار دارد که جاده‌ای بسیار لغزنده است، به مباحث شرعی و دینی نزدیک‌تر است. رعایت موازین شرعی در صنعت بانکداری دشوارتر است. البته ما می‌توانیم بانکداری صد درصد اسلامی داشته باشیم، کما این که برخی از کشورها و برخی از بانک‌های ما در این زمینه موفق بوده‌اند. اما زمینه لغزش و انحراف از موازین شرعی در صنعت بانکداری بیشتر و در بازار سرمایه به همان تناسب کمتر است. علت این است که در شریعت اسلام سود فعالیت‌های واقعی اقتصاد را مشروع و مباح می‌دانیم، اما سود حاصل از قرض دادن پول را مشروع نمی‌دانیم، غالب فعالیت‌ها در بازار از نوع فعالیت‌های واقعی است.

□ **در مورد حکم فقهی فعالیت در بورس و خرید و فروش سهام چه نظری دارید؟ آیا احکام بیع**



مثلاً (خيارات) در خرید و فروش سهام جاری می‌شود؟

■ امروزه در بورس و بازار سرمایه انواعی از معاملات صورت می‌گیرد که یکی از آن‌ها سهام است. سهام نقش مهمی و در بازار سرمایه ایران دارد. تا حدود ۲۰ سال قبل فقط سهام مطرح بود و بعد از آن ابزارهای جدید وارد معاملات بازار سرمایه شده است. امروزه نزدیک به ۱۵ ابزار در بازار سرمایه مورد معامله و داد و ستد قرار می‌گیرد که یکی از آن‌ها سهام است. بررسی سهام از جهت فقهی و موازین شرعی در دو سطح انجام می‌گیرد.

الف: یک سطح فتاوی‌ای مراجع است. قطع نظر از این‌که ماهیت سهام چیست و این‌که آیا اوراق سهام اوراق دارایی یا بدهی یا سند هستند و یا خودش ماهیت دارند؟ اگر بخواهیم بر اساس فتاوی‌ای مراجع تقلید نسبت به معاملات سهام و سود سهام اظهار نظر کنیم، باید بگوییم مراجع بزرگوار شیعه با دو قید یا شرط خرید و فروش و سرمایه‌گذاری در سهام را حلال و سود آن را مشروع می‌دانند.

۱- اول این شرط که سهام شرکتی را خریداری کنیم که تولیدکننده محصولات حرام نباشد. مثلاً سهام شرکتی که مشروبات الکلی تولید می‌کند از نظر شرعی مشروعیت ندارد. اما اگر شرکتی اتومبیل، هواپیما، کشتی یا پوشاک تولید می‌کند مانعی نیست.

۲- دومین شرط مراجع تقلید این است که شرکت سهامی مورد نظر یک شرکت ربوی مانند بانک‌های ربوی نباشد اگر در یک بنگاه اقتصادی که کالای نامشروع مانند مشروبات الکلی تولید می‌کند مشارکت کرده و سهام آن را خریداری کنیم، در حقیقت در تولید مشروب مشارکت کرده‌ایم که این مشارکت و سود آن حرام است. همین‌طور اگر در شرکتی که کار آن ربوی است مشارکت کنیم مانند خرید سهام بانک‌های ربوی در دنیا، در حقیقت ما در ساخت و راه‌اندازی مؤسسه‌ای که کار آن معاملات ربوی است، مشارکت کرده‌ایم.

مراجع بزرگوار این دو گروه را استثنا می‌کنند و می‌فرمایند: اگر شرکت مورد نظر از این دو گروه نبود خرید سهام و سرمایه‌گذاری در آن شرکت‌ها و فعالیت و کار در آن شرکت‌های سهامی و کسب سود و معاملات بازار ثانوی سهام آن‌ها اشکالی نخواهد داشت. این یک سطح از بررسی معاملات سهام با قطع نظر از ماهیت سهام است.

ب: سطح دوم این بررسی با تحلیل ماهیت و چیستی سهام است. در مورد سهام دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. برخی معتقدند که سهام سند است و فاقد ماهیت است. مانند قبالة یک منزل که سند آن است و خودش ماهیتی ندارد و این منزل است که ماهیت دارد. وقتی من قبالة یک دانگ یک منزل را دارم، قبالة را خرید و فروش نمی‌کنم، یعنی با داد و ستد این قبالة این منزل است که خرید و فروش می‌شود پس قبالة یک سند است و خودش ماهیتی ندارد و چنان‌چه بسوزد یا گم بشود یک قبالة المثنی صادر می‌شود. اما اگر منزل از بین برود و تخریب بشود کسی به ما یک المثنی نمی‌دهد. گروهی معتقدند که سهام از سنخ سند نیست و مانند اسکناس ماهیت دارد. البته زمانی اسکناس هم سند بود و اشخاص طلای خود را نزد صرافی می‌گذاشتند و رسیدی می‌گرفتند که بعدها آن رسیده‌ها تبدیل به اسکناس شد. یعنی به تدریج با پیشرفت اقتصادی جوامع رابطه اسکناس‌ها از پشتوانه آن قطع شد و امروزه اسکناس ماهیت دارد. چک هم ماهیتی ندارد و مانند سند و قبالة منزل است و اگر چک گم شد بدهکار نمی‌گوید: خوب شما چک را گم کرده‌اید و بدهی تسویه شده است. اما اگر بدهکار بدهی خود را به صورت اسکناس بپردازد و ما آن پول‌ها را گم کنیم، دیگر ذمه شخص بدهکار بری شده است. برخی از فقها معتقدند که به تدریج در طول تاریخ سهام چنین حالتی پیدا کرده و خودش تبدیل به یک مال عینی شده است و این خود سهام است که خرید و فروش می‌شود. گاهی شاهد می‌آورند و می‌گویند سهام دار تا به حال کارخانه را ندیده است و از مشخصات و مختصات آن اطلاعی ندارد و چه بسا از تولیدات آن نیز خبر نداشته باشد و فقط می‌داند سهام این کارخانه سود خوبی دارد و قیمت آن هم مناسب است و احتمال می‌دهد در آینده قیمت این سهام افزایش پیدا کند و سوددهی خوبی نیز دارد بنابراین سهام را خریداری می‌کند.

■ سهام را سند بدانیم و یا آن را مال عینی بدانیم؟

■ از این‌رو اولین بحث این است که سهام را مانند سند بدانیم و یا آن را مال عینی بدانیم. حتی اگر سهام را سند بدانیم، می‌گوییم این سهام سند چه مالی است؟ یک دیدگاه این است که سهام مشاع همان دارایی‌های فیزیکی و غیرفیزیکی شرکت است. مثلاً وقتی سهام کارخانه (الف) را دارید معنایش این است که سند مالکیت مشاع زمین و ساختمان و ماشین‌آلات و... آن کارخانه را دارید. مثلاً وقتی شخصی یک میلیون سهم از مجموع یک میلیارد سهم یک شرکت را دارد به این معناست که یک هزارم زمین، ماشین‌آلات، ساختمان، مواد اولیه، مطالبات، بدهی‌ها، محصولات داخل انبار و... آن شرکت متعلق به اوست که البته تفکیک شده نیست و به شکل مشاع است.

البته بیشتر مراجع این دیدگاه را می‌پذیرند که سهام سند مالکیت مشاع، دارایی‌های یک شرکت است. اگر این دیدگاه را بپذیریم، دو مورد استثناء خودشان را به خوبی نشان می‌دهند. شخصی که سهام دارد معنایش این است که مالکیت سهم مشاعی از شرکت را دارد و در خرید فروش این سهام بیع سهم مشاع از یک دارایی اتفاق می‌افتد. مثلاً مالک یک دانگ از منزلی هستیم و این یک دانگ مشاع را به شخص





دیگری می‌فروشم. خرید و فروش سهام در حقیقت خرید و فروش سهم مشاع از دارایی‌های یک شرکت است و در این صورت اگر آن دو ضابطه را رعایت کنیم از نظر شرعی خرید و فروش سهم مشاع اشکالی ندارد.

دیدگاه دوم: با این‌که سهام سند است، اما سند مالکیت مشاع دارایی‌ها نیست، بلکه سند طلب از یک شخص حقوقی به نام شرکت صاحب سهام است. شرکت مالک دارایی‌هاست، مثلاً شرکت خودروساز صاحب زمین و ساختمان و ماشین‌آلات و محصولات انبار و مواد اولیه و مطالبات و بدهی‌هاست، این‌ها متعلق به شرکت خودروساز است و سهام یک نوع سند طلب سهامدار از شرکت خودروساز است. برخی از حقوقدانان این دیدگاه را می‌پذیرند که در صورت پذیرش این دیدگاه، خرید و فروش سهام تبدیل به خرید و فروش دین یا مطالبات می‌شود. مانند خرید و فروش چک و سفته. وقتی من سهام شرکتی را خریدم به این معنی است که از آن شرکت طلبکار هستم و طلب خودم یا بدهی آن شرکت را به دیگری می‌فروشم که وارد مسئله خرید و فروش دین می‌شود؛ بنابراین داشتن سهام به معنای طلب داشتن و سود سهام هم سود آن مطالبات است که این‌جا مسایل دین مطرح می‌شود. این‌که از نظر شرعی خرید و فروش دین صحیح است یا خیر اختلاف فتوا دارد و خود این محل سؤال می‌شود که خرید و فروش دین چه حکمی دارد.

در همین مسئله سند بودن سهام دیدگاه سومی نیز وجود دارد که معتقد است سهام سند مالکیت بر آن شخص حقوقی به معنای شرکت است که آن شرکت مالک آن دارایی‌هاست. یعنی در این دیدگاه دو مالکیت در طول هم ایجاد می‌شود. سهامدار مالک شرکت است و شرکت مالک آن زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و امثال آن است. در این‌جا بحث این است که مالکیت در شخص حقوقی از نوع مالکیت اعتباری است. طبق این دیدگاه بنده به عنوان سهامدار، مالک شخص حقوقی شرکت خودروساز هستم و نه طلبکار آن. آیا شرکت سایپا مال است؟ می‌گویند بله! این‌جا شرکت مال اعتباری است و سهامدار مالک شرکت اعتباری است و آن شرکتی که مال اعتباری است مالک اموالی نیز است. اگر این دیدگاه را بپذیریم داشتن سهام و خرید و فروش سهام وارد جرگه خرید و فروش مال اعتباری خواهد شد. در دنیا انواعی از مال اعتباری وجود دارد که یکی از آن‌ها شرکت‌ها هستند که سهام نیز سند مالکیت مشاع آن مال اعتباری است. نتیجه این دیدگاه با دیدگاه اول فقها همسوی می‌شود و اگر آن دو استثنا را رعایت کنیم، داشتن و خرید و فروش مال اعتباری از نظر فقها صحیح است و سود و افزایش مال اعتباری نیز حلال خواهد بود.

اگر خود سهام را به عنوان دیدگاه دوم بدانیم که معتقد بود خود سهام مال است و ماهیت دارد، خرید و فروش سهام عبارت از خرید و فروش یک ورقه اعتباری است که این مال اعتباری بازدهی مشخصی دارد و خرید و فروش سهام بدل به خرید و فروش مال اعتباری می‌شود. این مال اعتباری، به شرکتی گره خورده که منافع و سود و زیان شرکت شامل منافع این مال اعتباری است. موفقیت شرکت باعث افزایش این مال اعتباری و عدم موفقیت شرکت باعث کاهش این مال اعتباری خواهد شد. اگر این دیدگاه را بپذیریم اصطلاحاً داشتن سهام به معنای داشتن مال اعتباری؛ خرید و فروش سهام به معنای خرید و فروش مال اعتباری و سود سهام نیز به معنای سود مال اعتباری است که مجدداً به دو استثنای مراجع می‌رسیم که اگر این دو شرط

رعایت شود، خرید و فروش و داشتن و سود مال اعتباری اشکالی نخواهد داشت.

بنابراین اگر دیدگاه رایج فقها را بپذیریم که سند مال مشاع است و یا این دیدگاه را بپذیریم که شرکت یک مال اعتباری است و یا این‌که بگوییم خود سهام یک مال اعتباری شده است را بپذیریم، خرید و فروش سهام به معنای خرید و فروش یک دارایی و یک مال است که طبق دیدگاه مشهور فقها خرید و فروش یک مال حقیقی است و طبق دیدگاهی که معتقد بود سهام سند مالکیت مشاع شرکت اعتباری است بنابراین خرید و فروش یک مال اعتباری است. در این دیدگاه که خود سهام مال اعتباری است، مشکل شرعی وجود نخواهد داشت. اما اگر بگوییم سهام سند دین است، سود آن مسئله دار می‌شود، چراکه بحث ربا پیش می‌آید، یعنی اگر پولم را به شرکتی بدهم، شرکت به من بدهکاری می‌شود و حکم قرض دارد پس سود این پول ربوی بوده و خرید و فروش آن مشکل پیدا می‌کند. خوشبختانه این نظر که سهام را سند دین شرکت بدانند در بین حقوقدانان نیز طرفدار خاصی ندارد و فقها هم اصلاً به این دیدگاه اعتقادی ندارند.

■ حکم فقهی سود سهام و حق تقدم در افزایش سرمایه چیست؟

■ حکم فقهی سود سهام، از دیدگاه ما به ماهیت سهام بر می‌گردد. اگر صرفاً فتوایی به مسئله نگاه کنیم که از نظر فقها با رعایت دو شرط مورد نظر حلال است اگر بخواهیم دید تحلیلی داشته باشیم، چنان‌چه دیدگاهی که مدعی است سهام سند دین است را نپذیریم اشکالی پیش نخواهد آمد.

■ حق تقدم در افزایش سرمایه تقدم در افزایش سرمایه به چه معناست؟

■ مقصود از حق تقدم در شرکت‌های سهامی عبارت از این است که گاهی یک شرکت سهامی تشخیص می‌دهد که زمینه برای توسعه شرکت از جهت افزایش ظرفیت و فاز جدید فراهم است. این مسئله بیشتر در پایان سال مالی



بیشتر مراجع این دیدگاه را می‌پذیرند که سهام سند مالکیت مشاع دارایی‌های یک شرکت است. اگر این دیدگاه را بپذیریم، دو مورد استثناء خودشان را به خوبی نشان می‌دهند. شخصی که سهام دارد معنایش این است که مالکیت سهم مشاعی از شرکت را دارد و در خرید فروش این سهام بیع سهم مشاع از یک دارایی اتفاق می‌افتد. مثلاً مالک یک دانگ از منزلی هستیم و این یک دانگ مشاع را به شخص دیگری می‌فروشیم. خرید و فروش سهام در حقیقت خرید و فروش سهم مشاع از دارایی‌های یک شرکت است و در این صورت اگر آن دو ضابطه را رعایت کنیم از نظر شرعی خرید و فروش سهم مشاع اشکالی ندارد.



او تعریف می‌شود و کسی که یک صد سهم دارد دارای ده حق تقدم است. اگر این فرد این حق تقدم را بر دارد به این معناست که در سال مالی پیش رو این مقدار سهم به سهام او افزوده می‌شود. اما گاهی من پول لازم دارم و منتظر استفاده از درآمد سهام بوده‌ام. در این صورت این حق تقدم را در بازار می‌فروشم و خریدار حق تقدم در واقع پول حق تقدم را به من می‌دهد و نام او جزو سهامداران شرکت ثبت می‌شود. به عبارت دقیق تر ماهیت حق تقدم، ماهیت سهام در فرآیند رسمی شدن است. یعنی این سهام غیررسمی است و در مسیر رسمی شدن قرار دارد؛ بنابراین دارنده سهام شرکت اگر

شرکت‌ها رخ می‌دهد زیرا شرکت‌ها می‌بینند در قبال هر سهم چه مقدار سود کرده‌اند. در این صورت هیئت مدیره مطالعات کارشناسی انجام می‌دهند که آیا کل این سود را بین سهامداران توزیع کنند و یا بخشی از آن را برای توسعه شرکت سرمایه‌گذاری مجدد کنند. مثلاً شرکتی در طی یک سال مالی صد میلیارد تومان سود داشته است. آیا کل این صد میلیارد تومان را بین سهامداران توزیع کنند و یا نیمی از آن را بین سهامداران توزیع کرده و الباقی را در خود شرکت سرمایه‌گذاری کنند. البته این سرمایه‌گذاری شامل بازسازی، مدرن کردن دستگاه‌ها، افزایش خط تولید و ظرفیت، بروزرسانی، افزایش آگهی‌های تبلیغاتی و... است. اگر به این جمع‌بندی برسند که تا به تناسب سهام برای حفظ حقوق سهامداران موجود بخشی از سود شرکت را برای توسعه شرکت مصرف کنند حق تقدم تعریف می‌کنند. مثلاً کسی که ده سهم دارد یک حق تقدم برای





خودش حق تقدم را بردارد به معنای افزایش سهام اوست و اگر این حق تقدم را در بازار عرضه کند، خریدار این حق تقدم دارنده سهام جدید آن شرکت است و تمام تفاسیری که در رابطه با سهام داشتیم خودشان را نشان می دهند. به عبارت دقیق تر حق تقدم سهام به معنای مرحله گذار به سهام رسمی است. مثل جایی که قرار معامله به صورت لفظی انشاء شده و هنوز به ثبت نرسیده است و در این مرحله مقداری سهام غیررسمی به سهام سهامدار اضافه شده است که می تواند آن را برای خودش بردارد و یا آن را در بازار بفروشد و به اسم خریدار ثبت شود.

■ بورس بازی در بازار سهام از نگاه فقهی چه حکمی داری؟

■ ممکن است تصویری از معاملات بورسی ناصحیح و ناشفاف ارائه شود. کسانی که وارد بازار سرمایه می شوند و اقدام به خریداری سهام می کنند دو گروه هستند.

الف: گروه اول کسانی که صورت های مالی یک شرکت را طی چند سال گذشته بررسی کرده و می بینند مثلاً شرکتی در پنج سال گذشته میزان سود مناسبی نسبت به بانک ها داشته و تصمیم می گیرند سهام آن شرکت را خریداری کنند تا از سود آن به صورت سالیانه استفاده کنند و چنان چه به اصل پول احتیاج پیدا کردند، اقدام به فروش سهام کنند. هدف افراد از خرید سهام، نگهداری سهام و استفاده از سود آن شرکت است. اصطلاحاً به این دسته خریداران سهام به قصد سرمایه گذاری می گوئیم. ب: نوع دوم خریداران سهام کسانی هستند که پیش بینی می کنند قیمت سهام یک شرکت در آینده نزدیک بالا خواهد رفت و کاری به سوددهی سنوات گذشته شرکت نسبت به گزینه هایی مانند بانک ها ندارند و توجه اصلی آن ها به این است که آیا قیمت سهام این کارخانه بالا می رود و ثابت می ماند و یا کاهش پیدا می کند. در جایی که حدس می زنند به دلیل مسایل اقتصادی، سیاسی، تغییر فصل تغییر رفتار مردم و سایر عوامل قیمت سهام یک شرکت به خصوص بالا خواهد رفت، اقدام به خریداری سهام آن شرکت می کنند و انگیزه آن ها این است که بعد از افزایش قیمت سهام، آن را به فروش برسانند که ممکن است این مدت یک روز بعد یا مدت ها بعد باشد و یا قیمت سهام شرکت مورد نظر ثابت بماند و بعد از مدتی که قیمت ثابت ماند به اصطلاح می گویند بورس باز سهام را نگه نمی دارد و می فروشد. بنابراین معامله بورس بازی سهام در حقیقت معامله ای است که شخص، سهام را با این هدف خریداری می کند که در آینده نزدیک قیمت این سهام افزایش پیدا کند و با فروش این سهام از مابه التفاوت قیمت خرید و فروش آن سود خواهد برد.

البته گروه اول که به آن ها سرمایه گذار می گوئیم، توجه به قیمت سهام شرکت دارند، با این حال به دنبال استفاده از سود کارخانه هستند، اما هدف گروه دوم استفاده از تغییر قیمت سهام است. معمولاً گروه اول بلندمدت فکر و عمل می کنند، زیرا قصد نگهداری سهام را دارند و لذا گذشته و استراتژی آینده آن صنعت را ملاحظه می کنند. اما هدف گروه دوم که اصطلاحاً بورس باز هستند نگهداری سهام نیست و اگر قیمت سهام به میزان مورد نظر آن ها رسید و یا متوجه شدند که در محاسبات خود اشتباه کرده اند و این سهام سیر نزولی قیمت خواهد داشت اقدام به فروش سهام می کنند زیرا هدف آن نگهداری سهام نیست بلکه کسب سود از مابه التفاوت قیمت سهام است و اگر متوجه شدند به انتظار مورد نظر خود رسیده اند و سهام به مقدار مورد نظر رشد کرده است و بیشتر از این رشد نخواهد داشت همان روز سهام را خواهند فروخت.

حکم شرعی گروه اول روشن است و در واقع پاسخ ایشان همان پاسخ سؤال اول است و این معامله با رعایت دو ضابطه ای که در سؤال ذکر شده حلال است. اما معاملات گروه دوم به چه صورت است؟ معاملات گروه دوم که اصطلاحاً معاملات بورس بازانه روی سهام است چند حالت دارد و همه آن ها از یک سنخ نیستند. گاهی شخصی بدون تبانی با دیگران و بدون استفاده از رانت های اطلاعاتی مخفی فقط بر اساس حدسیات خود و تحلیل های اقتصادی و بدون همدستی و تبانی برای تغییر قیمت بازار و استفاده از رانت اطلاعاتی دولتی در زمینه هایی مانند پتروشیمی و فولاد و... استفاده نمی کند و بر اساس پیش بینی خودش اقدام به خرید سهام می کند که اشکال شرعی وجود ندارد و این نوع بورس بازی از قدیم الایام روی انواع دارایی وجود داشته است. مثلاً برخی افراد پیش بینی می کردند در قسمتی قیمت زمین رشد خوبی خواهد داشت؛ بنابراین اقدام به خرید زمین در آن منطقه می کردند و یا پیش بینی می کردند در فصل زمستان قیمت فلان محصول افزایش پیدا خواهد کرد که آن محصول را می خریدند و نگهداری می کردند تا بعد از افزایش قیمت به فروش برسانند و کسی از این نوع معامله اشکال نمی گیرد. البته

در اسلام احتکار مواد غذایی استثناء شده که حکم جدایی دارد و در سهام احتکار معنایی ندارد.

آیا از نظر اسلام چنین معاملات و سودهایی توصیه شده است؟

■ پاسخ منفی است و معمولاً سود سرمایه‌گذاری‌های مولد مانند کشاورزی، بازرگانی، تجارت و... مورد سفارش اسلام است. یعنی سرمایه‌گذاری‌هایی که با ایجاد ارزش افزوده و نه فقط از افزایش قیمت، سود می‌برند. البته اسلام جلوی آن را هم نگرفته است یعنی با وجودی که این نوع معاملات را تشویق نمی‌کند، اما آن را حرام نمی‌داند.

نوع دوم: معاملات بورس بازی با استفاده از رانت اطلاعاتی و نه از حدسیات خود فرد است. یعنی با استفاده از رانت اطلاعاتی که از محافل تصمیم‌گیری به دست می‌آورد، اقدام به خرید سهام می‌کند که از نظر شرعی و قوانین کشوری ممنوع است و اگر ثابت بشود که این معاملات براساس رانت‌های خاصی صورت گرفته است، معامله ابطال می‌شود.

نوع سوم: معاملات بر اساس تباری هاست. یعنی یک گروه سهامدار بر اساس تباری اقدام به دست‌کاری قیمت و عرضه تقاضا در بازار می‌کنند. به عنوان مثال چند سهامدار بزرگ تصمیم می‌گیرند که سهام سایر سهامداران را به چنگ بیاورند تا به این ترتیب با افزایش مقدار سهام خود مثلاً در هیئت مدیره نفوذ پیدا کنند. بنابراین شروع به عرضه سهام با قیمت‌های پایین می‌کنند. به این ترتیب که نفر اول سهام را به قیمت پایین عرضه می‌کند و نفر دوم این سهام را می‌خرد و همین‌طور نفر دوم سهام را به قیمت پایین‌تر عرضه می‌کند و نفر سوم اقدام به خریداری سهام می‌کند؛ بنابراین روز به روز قیمت سهام پایین‌تر می‌آید و سهامداران خرد احساس می‌کنند قیمت سهام در حال ریزش است و برای حفظ ارزش دارایی خودشان شروع به فروش سهام می‌کنند. در این زمان سهامدارانی که تباری کرده بودند

شروع به خرید این سهام می‌کنند و وقتی مقدار سهام مورد انتظار آن‌ها خریداری شد، عرضه سهام را متوقف می‌کنند و گاهی حتی می‌بینیم که قیمت سهام از قیمت قبلی نیز فراتر می‌رود. این کار را تباری و دستکاری قیمت می‌گوییم. معاملات بورس بازانه بر اساس این تباری‌ها از نظر شرعی حرام است و اگر بازار سرمایه کشف کند که این نوع عرضه و تقاضا به صورت مصنوعی و بر اساس تباری صورت گرفته است وارد عمل می‌شود.

البته عکس این موضوع نیز صادق است. گاهی به شکل طبیعی قیمت سهام شروع به ریزش می‌کند و چند سهامدار عمده که قصد دارند جلوی این مسئله را بگیرند با هم وارد تباری شده و سهام یکدیگر را به قیمت‌های تعیین شده بالاتر خرید و فروش می‌کنند و بقیه معامله‌گران می‌بینند که قیمت این سهام رو به افزایش است و تقاضا برای سهام این شرکت بالا می‌رود. در این زمان سهامداران عمده به صورت تدریجی اقدام به عرضه سهام به بازار می‌کنند. این کار بستگی به حجم و نقش شرکت مورد نظر در بازار و اقتصاد دارد. اگر شرکت خیلی بزرگ باشد باعث می‌شود کل شاخص سهام دستخوش تغییر شود. مثلاً به دلیل تغییر و تحولات در صنایع پتروشیمی و فولاد و خودروسازها، شاخص سهام یک‌باره از ۱۲۰۰۰۰ به بیش از ۱۸۰۰۰۰ واحد رسیده است. این مسئله به دلیل تباری نیست و به دلیل افزایش قیمت ارز است. اما اگر تباری روی شرکت‌های مهم باشد باعث ایجاد اختلال در بازار سرمایه و به تبع آن در اقتصاد می‌شود. اما تباری در یک شرکت خاص باعث اختلال در اقتصاد نمی‌شود ولی باعث از بین رفتن سرمایه از سرمایه‌داران جزء می‌شود. وقتی سرمایه‌داران خرد می‌بینند ظرف مدت چند روز سهام یک شرکت دچار افزایش قیمت شده است، اقدام به خرید سهام آن شرکت می‌کنند و افرادی که با هم تباری کرده‌اند اقدام به فروش تدریجی سهام خود می‌کنند. بعد از مدتی خریداران سهام متوجه می‌شوند افزایش قیمت متوقف شد و بعد آن ارزش سهام به یک‌باره سقوط می‌کند. اسلام این کار را ممنوع می‌داند و از جهت قوانین و مقررات بازار سرمایه چنین معاملاتی ابطال می‌شود.

به نوع دیگر فعالیت‌های بورس بازانه اصطلاحاً «گله‌وار» می‌گویند. گروه‌هایی در جامعه که همیشه به دنبال هیجانات هستند و غالباً فریب می‌خورند. این‌ها افرادی هستند که مقداری پول دارند و دائماً رصد می‌کنند که قیمت چه چیزی در حال رشد است، این افراد اکثراً موقعی متوجه افزایش قیمت می‌شوند که قیمت به اندازه کافی بالا رفته است و با هیجان و سرعت اقدام به خرید می‌کنند که به این‌ها بورس‌بازان هیجانی می‌گوییم که معمولاً افراد پایین دست بازار هستند که بدون داشتن تحلیل و به تقلید از دیگران وارد معاملات می‌شوند. مانند کسانی که وقتی قیمت ارز بالا می‌رود اقدام به خرید ارز می‌کنند و به صورت هجومی وارد بازار می‌شوند. به این افراد در بازار سهام بورس‌بازان گله‌ای می‌گویند. از نظر فقهی این نوع معاملات را معاملات سفهی می‌دانیم که انسان بدون شناخت وارد معامله می‌شود که از نظر قانونی هیچ منعی ندارد. به طور خلاصه در نوع اول که شخصی بر اساس تحلیل خودش یا دیگران به این جمع‌بندی می‌رسد که در آینده شرکتی موقعیت و سوددهی خوبی پیدا می‌کند و قیمت سهام آن افزایش خواهد یافت اقدام به خرید سهام آن شرکت می‌کند و بعد از بالا رفتن قیمت اقدام به فروش سهام می‌کند که ایرادی هم وجود ندارد؛ اما در نوع دوم که از رانت اطلاعاتی استفاده می‌شود و یا تباری صورت می‌گیرد اشکال شرعی وجود دارد.





■ نظام بانکداری بعد از انقلاب اسلامی چه

تحولاتی داشته است؟

■ بازار سرمایه در کشور ما بر پایه بانک است. در سال‌های ابتدایی پیروزی انقلاب اسلامی، نظام بانکداری چند ماده را برای حذف بهره به تصویب مجلس شورای اسلامی رساند؛ اما برای عملیاتی کردن این مصوبات کار تحقیقاتی لازم صورت نگرفت. این در حالی است که در کشور، مرکز علمی مؤسسه پولی و بانکی وابسته به بانک مرکزی را دایر کردیم ولی لازم بود بعد از حذف ربا در سال ۱۳۶۳ مشکلات حذف ربا را در دستور کار قرار می‌گرفت؛ به این دلیل که ساختار بانک بر اساس بهره و رباست. در جهان غرب این ساختار کار می‌کند و نرخ بهره تعیین می‌کند که سپرده‌گذاران در کدام بانک سپرده‌گذاری کنند؛ بنابراین وقتی تصمیم گرفتیم تا بر اساس بهره کار نکنیم، تمام ستون فقرات بانک که بر اساس بهره است فرو می‌ریزد و نیاز داریم ساختاری جدید برای بانک تعریف کنیم که متناسب با نرخ سود بوده و جایگزین نرخ بهره شود. آن زمان به دلیل گرفتاری‌های جنگ به این کار نپرداختیم و بعد از سال ۱۳۶۷ که باید در این خصوص اقدام می‌کردیم نیز کاری صورت نگرفت.

■ استفاده از مؤسسات تحقیقاتی در

بانکداری اسلامی را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

■ برخی کشورهای اسلامی نرخ بهره را از سیستم بانکداری حذف کرده و اقدام به تشکیل بانک اسلامی کرده‌اند. آن‌ها در کنار سیستم بانکی خود یک مؤسسه تحقیقاتی دارند که دائم با هم در ارتباط هستند تا مشکلاتی که در میدان عمل برایشان به وجود می‌آید را به آن‌ها منتقل کنند و یک نسخه عملی دریافت کرده و به کار گیرند. چنانچه این نسخه در میدان عمل راهگشا نشد، دوباره به مؤسسه پژوهشی برمی‌گردد. در سال‌های ۶۳ و ۶۴ موادی تحت عنوان حذف ربا به تصویب رسیده و به بانک‌ها ابلاغ



بررسی وضعیت

نظام سرمایه در ایران

گفت‌وگو با حجت‌الاسلام والمسلمین دکتر حسن آقائظری
عضو کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

ایشان نظام سرمایه کشور را بعد از انقلاب دچار رها شدگی می‌داند و تأکید می‌کند مؤسسات تحقیقاتی باید در کنار بانک‌ها وجود داشته باشند تا در لحظه بتوانند مشکلات بانک را حل کنند. به نظر او یکی از راه‌های اصلاح سیستم معیوب نظام سرمایه، توجه به بورس است و شرط موفقیت بورس این است که سرمایه‌ها را به سمت تولید سوق دهد و به رانت دچار نشود.

آنچه در ادامه می‌خوانید حاصل گفت‌وگو با این کارشناس بازار است.





شد، اما بعد از آن بانک‌ها به حال خودشان رها شدند و کار خودشان را می‌کردند. در کشور ما از همان ابتدای تشکیل، بازار سرمایه بر پایه بانک بوده است و در بانکداری کار نکردیم و ساختار بانک‌ها در اختیار خودشان بوده است. در نتیجه به این صورت می‌شود که ساختار بانک به حال خودش رها شد و صرفاً به همان چند ماده حذف ربا اکتفا گردید و موارد دیگری مانند معوقات نیز به حال خود رها شد و تا امروز نزدیک به ۱۴۰ هزار میلیارد تومان معوقات بانکی مواجه هستیم که بالغ بر نیمی از بودجه سالیانه است و می‌گوییم اشتغال و سرمایه نداریم و رشد اقتصادی پایین است و با تورم مواجه هستیم. رها کردن بازار پول چنین مشکلاتی را به دنبال خواهد داشت. امروزه بازار سرمایه کلید کار اشتغال و کاهش تورم و کاهش فقر و دیگر مسایل اقتصادی است. این بازار بر پایه بانکداری بوده و بانکداری و حتی بانک مرکزی هم رها شده است. بنابراین بازار پول به غیر از معوقات و بدهی‌ها چیز دیگری ندارد. تولید در کشور نیاز به سرمایه دارد، اما بانک‌ها سرمایه‌ای ندارند و فقط با معوقات بانکی روبه‌رو هستند که شامل وجوه دولتی و وجوه مردمی است. یعنی بانک‌ها این وجوه را جمع کرده و به شرکت‌ها داده‌اند، در حالی که برخی از شرکت‌ها به غیر از رانت چیز دیگری در منطق کارشان وجود ندارد. برخی دیگر از شرکت‌ها به دلیل این که رونق اقتصادی در کشور وجود نداشته نتوانسته‌اند نسبت به بازپرداخت بدهی‌ها اقدام کنند. شرکت‌های دیگری هم با وجود توان بازپرداخت، از پرداخت بدهی‌ها امتناع می‌کنند. برخی دیگر ورشکسته هستند. به هر حال وجوه پرداختی بانک‌ها از محل وجوه مردمی و دولتی است و بانک باید نسبت به بازپرداخت آن‌ها مطمئن باشد تا این وجوه در خدمت اشتغال و اقتصاد باشد، در حالی که مشخص نیست این معوقات

بانکی در خدمت چه کسی است.

■ به نظر جناب عالی نقش بورس در اصلاح بازار سرمایه چگونه است؟

■ یکی از راه‌های اصلاح این سیستم معیوب، ایجاد بازار سرمایه‌ای به نام بورس است. در واقع یکی از دلایلی که سیستم بانکی اجازه شکوفایی بازار سرمایه را نمی‌دهد این است که احساس می‌کند این بازار رقیب اوست و طبیعتاً نمی‌خواهد رقیب داشته باشد. امروزه کنترل این بازار از اختیار سیستم بانکی خارج شده و این جبر اقتصادی در بازار ایران است و هر روز با رشد شاخص سهام روبه‌رو هستیم، به طوری که رشد شاخص‌ها به رکورد دویست هزار واحد نزدیک می‌شود. شاخص سهام روی نود هزار بوده و اخیراً به ۱۲۰ هزار واحد افزایش پیدا کرده است و این روزها به شاخص ۲۰۰ هزار واحد نزدیک می‌شود.

سرمایه‌های مردم در بازار، سرگردان است. یک روز به سمت بازار دلار و دیگر روز به سمت بازارهای سکه و خودرو می‌رود. اگر این سرمایه‌ها به هیچ‌یک از بازارها اعتماد نکنند، وارد بهترین محل گردآوری این سرمایه‌ها یعنی بازار بورس می‌شوند.

■ شرط برتری بورس بر دیگر بازارهای سرمایه چیست؟

■ البته این شرط وجود دارد که بورس سرمایه‌ها را به سمت تولید سوق دهد و به رانت دچار نشود. برای سامان دادن به بازار سرمایه لازم است اطلاعات شفاف در اختیار مردم قرار داده شود. مثلاً به طور شفاف اطلاعات شرکت خودروساز را در اختیار مردم قرار دهند تا اگر مردم خواستند سهام آن شرکت را خریداری کرده و





اگر نخواستند به سراغ شرکت دیگری بروند. پس اندازکننده خود، با زحمت فراوان مقداری پس انداز فراهم کرده و با وضعیت تورمی که امروزه شکل گرفته، طبقات متوسط جامعه دیگر پس اندازی نخواهند داشت، چرا که هزینه روزانه زندگی آن‌ها در این جو تورمی افزایش پیدا می‌کند و چیزی برای پس انداز باقی نمی‌ماند و بخش‌ها و دهک‌های میانی جامعه به دلیل افزایش قیمت‌ها و فشار تورم مجبورند تمام پول خود را صرف تأمین هزینه‌های روزانه زندگی خود کنند و پولی برای سرمایه‌گذاری در بانک یا بازار سرمایه برای آنان باقی نمی‌ماند. چنین دهک‌هایی درصد بالایی از جامعه را تشکیل می‌دهند.

امروزه سرمایه‌های سرگردان در اختیار سرمایه‌گذاران خرد است که گاهی در بخش مسکن، گاهی در بازار ارز، گاهی در بازار سکه و گاهی هم در بازار بورس سرمایه‌گذاری می‌کنند. به هر حال اگر بخواهیم ساختار بانکی را مجبور به اصلاح سیستم کنیم، باید رقیبی برای آن به وجود بیاوریم که این رقیب فقط بازار بورس است. زمانی بازار بورس می‌تواند به ما کمک کند که اطلاعات شفاف را در اختیار مردم قرار دهد و کسی را گمراه نکند. به کارگیری سرمایه‌های مردمی در فعالیت‌های اقتصادی فقط از طریق بورس و سیستم بانکی شکل می‌گیرند. بازارهای سرمایه در سطح دنیا به دنبال جذب سرمایه هستند و بهترین راه جذب سرمایه پرداخت سود به سرمایه‌های جذب شده است که این سود باید بر پایه فعالیت‌های اقتصادی مثبت و نه رانت شکل گیرد. به عنوان مثال شرکتی که قطعات خودرو تولید می‌کند. این شرکت باید اطلاعاتش را به طور شفاف منتشر کرده و سهام خود را در بازار بورس ارائه کند و بر اساس این سهام تولید سرمایه کرده و اقدام به تولید قطعات خودرو می‌کند.

امروزه حتی با وجود قیمت‌های بالای خودرو، شرکت‌های خودروساز با بدهی انباشته مواجه هستند و علت این بدهی انباشته استفاده از تسهیلات بانکی و عدم توان بازپرداخت به موقع دیون و ایجاد دیون انباشته است. بنابراین هزینه‌های تولید به شدت افزایش پیدا می‌کند و درآمد شرکت کم می‌شود. در حالی که لازم است یک شرکت کارآمد هزینه‌ها را کاهش داده و میزان تولید را افزایش دهد و این کار در مجموع منجر به افزایش درآمد خواهد شد. این روش به معنای سودآوری واقعی است. در چنین وضعیتی از سهام این شرکت استقبال خواهد شد، چرا که فعالیت اقتصادی این شرکت مثبت خواهد بود و زمینه سودآوری خواهد داشت، بنابراین از سهام آن استقبال می‌شود.

■ نقش بانک‌ها در بازار سرمایه را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

■ باید بازار سرمایه را ساماندهی کنیم. این که اعلام می‌شود می‌خواهیم اشتغال یا تولید و یا رشد اقتصادی را بالا ببریم، ابتدا لازم است بازار سرمایه را ساماندهی کنیم. حتی در برنامه‌ریزی اقتصادی زمانی که اعلام می‌کنیم در یک دوره ۵ ساله از نقطه فعلی به نقطه‌ای دیگر خواهیم رسید، لازم است ابتدا بازار سرمایه را ساماندهی کنیم. درصد بسیار بالایی از بازار سرمایه در اختیار بانک‌هاست. تا همین اواخر چند مؤسسه مالی در کشور ۲۵ درصد بازار پول را در اختیار داشتند، اما صاحبان این بانک‌ها که افراد بسیار معدودی هستند، پول مردم را جمع کرده‌اند و توان بازگرداندن آن را ندارند! این پول‌ها کجا رفته است؟ در حالی که

این مؤسسات حدود سه میلیون سرمایه‌گذار مردمی را با تبلیغ نرخ سود بالا جذب کرده‌اند. هیچ کدام از این خانواده‌های سرمایه‌گذار از خودشان نخواهند پرسید که چنین مؤسساتی چگونه درصد بالای سود را پرداخت می‌کنند و نمی‌دانند که یک مؤسسه ورشکسته به دنبال پول نقد است تا فعلاً بتواند به حیات خود ادامه بدهد، بنابراین تمام زندگی خود را تبدیل به پول نقد کرده و در چنین مؤسساتی سرمایه‌گذاری کردند. در این خصوص اگر بانک مرکزی در زمان مناسب خودش وارد عمل می‌شد و به مردم هشدار می‌داد و یا رسانه در این زمینه فعال می‌شد این مشکلات به وجود نمی‌آمد. به هر ترتیب این سرمایه‌های مردمی از محل بانک مرکزی که بیت‌المال است برگردانده می‌شود.

■ تأثیر سرمایه‌های سرگردان در بازار ارز چگونه است؟

■ وقتی سرمایه‌های سرگردان وارد بازار ارز می‌شود، قیمت دلار را تا حدود ۱۹۰۰۰ تومان افزایش می‌دهد. بخشی از پولی که به سمت بازار ارز سرازیر شده است از محل بازپرداخت بدهی مؤسسات مالی ورشکسته و توسط بانک مرکزی تأمین شد. بازار آزاد ارز تنها ۳ درصد کل سرمایه ارزی را شامل می‌شود، اما قیمت این بازار بر تمام کالاها که به دلار وابستگی دارند اثر می‌گذارد. در واقع همان لحظه که قیمت دلار افزایش پیدا می‌کند، قیمت این دسته از کالاها نیز دچار افزایش لحظه‌ای می‌شود و در آینده قیمت کالاها دیگری که به دلار وابستگی ندارند نیز دچار تغییرات و افزایش خواهد شد. این طور نیست که اگر قیمت ده درصد کالاها وابسته به دلار افزایش یافت، قیمت نود درصد کالاها غیر وابسته به دلار ثابت بماند. این‌ها مثل حلقه‌های زنجیر به هم وابسته هستند و فقط قدری تأخیر زمانی دارند. یعنی کالاها وابسته به دلار به صورت



لحظه‌ای تغییر قیمت می‌دهند و کالاهای
غیروابسته به دلار با اندکی تأخیر زمانی تغییر
قیمت خواهند داد.

□ در مورد نظارت بر سرمایه‌های بانکی چه نکاتی مطرح است؟

■ ساماندهی و ثبات در وضعیت فعلی
اقتصاد ایران نیاز به ساماندهی بازار سرمایه
دارد. لازم است سرمایه‌های سرگردان را از این
بازار آشفته خرید و فروش ارز و تغییر قیمت‌ها
خارج کنیم و در خدمت تولید قرار دهیم؛
اما این کار چطور باید انجام شود؟ اولین
قدم، نظارت بر سرمایه‌های بانکی است.
بانک سرمایه مردم را جمع کرده و اقدام به
خرید ساختمان کرده است، مگر کار بانک،
خرید ساختمان است؟ وظیفه ذاتی بانک
تأمین سرمایه و فعالیت‌های بانکی است، اما
بانک اقدام به بنگاه‌داری می‌کند تا به سود
سرشار دست پیدا کند، در نتیجه پول نقد
برای تأمین سرمایه اشتغال و تولید ندارد. به

امروزه حتی با وجود قیمت‌های بالای خودرو
شرکت‌های خودروساز با بدهی انباشته مواجه هستند
و علت این بدهی انباشته استفاده از تسهیلات بانکی
و عدم توان بازپرداخت به موقع دیون و ایجاد دیون انباشته است.
بنابراین هزینه‌های تولید به شدت افزایش پیدا می‌کند
و درآمد شرکت کم می‌شود. در حالی که لازم است یک شرکت کارآمد
هزینه‌ها را کاهش داده و میزان تولید را افزایش دهد
و این کار در مجموع منجر به افزایش درآمد خواهد شد.
این روش به معنای سودآوری واقعی است. در چنین وضعیتی از سهام
این شرکت استقبال خواهد شد
چراکه فعالیت اقتصادی این شرکت مثبت خواهد بود و زمینه
سودآوری خواهد داشت، بنابراین از سهام آن استقبال می‌شود.



همین دلیل تولید کاهش پیدا می‌کند و در نتیجه تورم ایجاد می‌شود. بنابراین
اولین قدم، اشراف بانک مرکزی بر فعالیت بانک‌هاست تا بانک‌ها به وظیفه ذاتی
خود عمل کنند و اقدام به بنگاه‌داری نکنند و یا این‌طور نباشد که سرمایه‌ها
فقط در اختیار چند شرکت محدود قرار می‌گیرد. این کار احتیاج به شفاف‌سازی و
برنامه‌ریزی دارد تا کار به صورتی پیش رود که هر کسی که برای دریافت تسهیلات
به بانک مراجعه می‌کند، بانک با در اختیار داشتن اطلاعات شفاف، همان لحظه





تصمیم بگیرد که وارد همکاری با آن شخص شود یا خیر. یعنی بانک تصمیم بگیرد که اگر متقاضی تسهیلات در اختیار اقتصاد کشور است و توانایی بازپرداخت به موقع دیون را دارد، اقدام به پرداخت تسهیلات کند.

■ بورس باید رقیب بانک باشد

■ تا به این جا کار بانک را اصلاح می کنیم. اما این مقدار کافی نیست و لازم است رقیبی برای بانک ها به وجود بیاوریم که همان بازار بورس است. البته کار بازار بورس به شرطی مفید است که بتواند اطلاعات شفاف را در اختیار مردم قرار بدهد تا سرمایه داران خرد تصمیم بگیرند سرمایه خود را به بانک ها و یا به بازار سرمایه بسپارند. به این ترتیب بانک می داند رقیبی قدرتمند دارد و اگر فعالیت صحیح نداشته باشد سرمایه ها به سمت رقیب او یعنی بازار بورس خواهد رفت. بازار بورس نیز باید بداند که اگر کارآمدی نداشته باشد و اطمینان و سوددهی لازم را برای سهامداران ایجاد نکند، در نتیجه سهامداران در صف فروش سهام قرار خواهند گرفت تا سرمایه های خود را به بانک منتقل کنند.

■ ضرورت ساماندهی بازار سرمایه

■ هر چند دیر شده و به دلیل عدم ساماندهی بازار سرمایه مردم ایران دائم در حال ضرر هستند، اما می توانیم همین امروز کار ساماندهی بازار سرمایه را آغاز کنیم تا اگر روزی روی کاغذ ادعا کردیم می توانیم این مقدار اشتغال را ایجاد کنیم، در عمل نیز موفق باشیم و اگر ادعا کردیم این میزان تورم را پایین خواهیم آورد و یا ادعا کنیم این مقدار تولید و صادرات را افزایش خواهیم داد در عمل نیز موفق باشیم؛ این گونه به ثبات اقتصادی دست پیدا خواهیم کرد.

بنابراین این که دائم بگوییم بانک درگیر باست، مشکلی از ما حل نخواهد کرد. ما حتی یک لحظه نمی توانیم ارتباط خود با بانک را قطع کنیم. مثلاً ما حتی خریدتان را هم با کارت بانکی انجام می دهیم. اگر رابطه ما با بانک قطع شود چطور این کار را انجام دهیم؟ همه ما برای برآوردن احتیاجات ضروری خودمان نیاز به برقراری ارتباط با بانک ها داریم. حال که سیستم بانکی دچار اشکال است، چه کنیم؟ ما به عنوان افراد حوزوی باید راهکاری را به بانک ها ارائه بدهیم. چه موقع قادر به ارائه راهکار به بانک ها خواهیم بود؟ زمانی که واقعاً بانک را شناخته و با عملیات بانکی آشنا بشویم. عملیات بانکی مانند عملیات یک سوپرمارکت نیست که ساده و قابل دسترس باشد، بلکه جریان پولی و مالی است و عملیات بسیار پیچیده ای دارد. به عنوان مثال عملیات بین بانکی چطور انجام می شود؟ بانک ها به یکدیگر وام می دهند. یا مثلاً بانکی امروز صبح دچار کمبود نقدینگی است و از بانک دیگر می خواهد تا وجوهی را در اختیار او قرار بدهد، این عملیات بین بانکی روزانه و مرتب بین بانک ها انجام می گیرد. کدام بانک می تواند این کار را به صورت عملیات قرض الحسنه انجام بدهد؟ بانک وجوه را به صورت قرض الحسنه از مردم جمع آوری نکرده و به دلیل پرداخت سود تسهیلات، امکان اجرای عملیات قرض الحسنه ندارد. حالا این وضعیت را چطور باید ساماندهی کنیم و چه دستورالعمل شرعی برای آن به کار بگیریم؟

گاهی ذهنیت عمومی به این شکل است که انتظار دارند بانک ها تسهیلات را به صورت قرض الحسنه در اختیار مردم قرار بدهند. اما حساب نمی کنند که

بانک از کدام محل این تسهیلات را تأمین کند؟ بانک تسهیلات را از محل سپرده های مردمی تأمین می کند و مردمی که وجوه خود را نزد بانک به امانت گذارده اند، انتظار پرداخت سود داشته اند. بنابراین بانک باید فعالیت های مثبتی داشته باشد تا بتواند سود این وجوه را پرداخت کند.

■ اصلاحات نظام بانکی را چگونه ارزیابی می کنید؟

■ بانک چطور باید اطلاعات شفاف کسب کند تا بر اساس این اطلاعات شفاف اقدام به پرداخت تسهیلات کند؟ امروزه عصر اطلاعات است و می توانیم اطلاعات شفاف را در سیستم های رایانه ای ذخیره کنیم تا در مدت کوتاهی وضعیت مالی هر مراجعه ای کننده ای توسط بانک پردازش شود تا اطلاعاتی که لازم است در اختیار بانک قرار گیرد. بنابراین قدم اول بانک ها کسب اطلاعات شفاف است. قدم دیگر کار تخصصی است. هر بانک شرکت های تخصصی را به صورت زیرمجموعه داشته باشد و بر آن ها نظارت کند تا کارهای تخصصی بر عهده آن شرکت ها قرار گیرد. به عنوان مثال در یک دوره بانک ملی شرکت هایی را در اختیار داشت که فعالیت های مربوط به شرکت های تولید سیمان را رصد می کردند و سرمایه مورد نیاز کارخانه های تولید سیمان را پوشش می دادند. بنابراین لازم است شرکت های تخصصی بنا به تخصص بانک ها ایجاد شود. به عنوان مثال بانک صادرات شرکت های تخصصی در حوزه صادرات را ایجاد کند و اطلاعات لازم را در اختیار داشته باشد تا در پرداخت تسهیلات صادرکنندگان گام های صحیح را بردارد.

بنابراین من احساس می کنم دیر شده و لازم است به سرعت برای تغییر ساختار بانک ها اقدام کنیم و بعد به دنبال اصلاح نواقص بازار بورس باشیم تا به سمت شفافیت بازار سرمایه حرکت کنیم. انجام این کار نیاز به هماهنگی و اتحاد سه قوه خواهد داشت.



انواع قرارداد مشتقه، تعریف و کارکرد آن چیست؟

تعدادی از معاملات بازار بورس، معاملات اولیه است و دیگر معاملات ثانویه هستند. بازار ثانویه از نظر گستردگی مهم‌تر از بازار معاملات اولیه است. اما بازار اولیه پایه است. در بازارهای بین‌المللی اسناد مختلفی مانند سهام شرکت‌ها مورد معامله قرار می‌گیرد و گاهی اوراق بهاداری غیر از سهام شرکت‌ها نیز مورد معامله قرار می‌گیرد. مثلاً در بازار، اوراق قرضه معامله می‌شود، به این ترتیب که اگر دولت پولی نیاز داشت یا خواست کسب درآمد کند، اوراقی را منتشر و در اختیار مردم قرار می‌داد و هر کس این برگه را می‌گرفت در ازای آن پولی به دولت می‌داد و ممکن بود این برگه‌ها موقت یا دائمی باشد، هم‌چنین این مسئله مطرح می‌شود که چه اضافه‌ای از پول به آن فرد می‌داد که مانند قرض است. مثلاً اگر کسی به دیگری قرض ربوی بدهد، قرض گیرنده بعد از مدتی اصل پول را به همراه سود آن بر می‌گرداند. اوراق قرضه دولتی نیز به همین صورت است. در گذشته کار به صورت برگه اعانه ملی انجام می‌شده و در ایران در دوره دکتر مصدق این کار انجام شد که دویست میلیون تومان برگه اعانه ملی منتشر شد که فقط ۵۰ میلیون تومان آن فروش رفت، چراکه متمولین طرفدار سلطنت بودند و به دولت کمک نکردند و دولت مصدق از این جهت آسیب دید.

اوراق قرضه نوعی سند مالی است که به صورت اضافه قرض داده می‌شود. اوراق مالی مانند سهام است. کارخانه‌ای تأسیس می‌شود و برای این کار از سرمایه عمومی استفاده می‌شود. بنابراین سرمایه‌ای را که برای تأسیس لازم دارند را به صورت سهام کوچک تقسیم می‌کنند و به مردم ارائه می‌کنند و پذیره‌نویسی می‌کنند و مردم با پرداخت مبلغی سهام را خریداری می‌کنند و شرکت با پولی که به دست می‌آورد اقدام به

موضوع‌شناسی معاملات در بورس و جایگاه فقهی در بازار سرمایه اسلامی

گفت‌وگو با حجت‌الاسلام والمسلمین دکتر مجید رضایی عضو کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و رئیس کارگروه فقهی بازار سرمایه اسلامی قم

حوزه نقش مهمی در فعالیت‌های اقتصادی و از جمله بورس دارد و این فعالیت‌ها باعث شده تا در سطح بین‌الملل بازار بورس ایران پیشرفت خوبی داشته است. حجت‌الاسلام والمسلمین دکتر مجید رضایی عضو کارگروه بازار سرمایه اسلامی قم در مصاحبه با هفته‌نامه حوزه بیان داشت: حوزه موفقیت‌های زیادی در بازارهای مالی جهان اسلام داشته است. از این جهت در سطح بین‌الملل بازار بورس ایران پیشرفت خوبی داشته است و بسیاری از انواع معاملات در آن انجام می‌شود.

وی در همین زمینه به بحث قرارداد اختیار معامله پرداختند و نکاتی را درباره ماهیت این نوع قرارداد و مباحث فقهی مرتبط با آن را مطرح کردند که در ادامه صحبت‌های ایشان تقدیم مخاطبان ارجمند می‌گردد.





احداث کارخانه می‌کند. سهامی که توسط مردم خریداری می‌شود اوراق با ارزشی است و هرچه میزان کسب و کار و اعتبار کارخانه تأسیس شده بالاتر برود، ارزش این اوراق بالاتر می‌رود.

این اوراق در مکان‌های مختلفی خرید و فروش می‌شود که مهم‌ترین آن بازار سهام است. سهام سند مالی است که مورد معامله قرار می‌گیرد، ولی ما به ازای خارجی آن کارخانه‌ای است که مشغول تولید است.

■ بازار معاملات ارزی؛ فارکس (FOREX)

■ گاهی در بازارهای مالی دنیا معاملات ارزی صورت می‌گیرد. مثلاً دلار را با یورو یا ین معامله می‌کنند. مانند بازارهای فارکس بین‌المللی که جزو بازارهای مالی مهم دنیا می‌باشد به‌طور دائم میلیاردها پول در آن جا جابه‌جا می‌شود. ما در ایران به بازار فارکس بین‌المللی متصل نیستیم و کاملاً بسته عمل می‌کنیم. در درون کشور معاملات بورس را انجام می‌دهیم و ارتباطی با بازارهای بورس بین‌المللی نداریم که این عمل در اثر تحریم‌ها صورت گرفته است. البته ترس این را داریم که همه داشته‌هایمان را به یک‌باره از خارج کشور خریداری کنند و همه چیز به‌دست آن‌ها بیفتد و از سوی دیگر امکان تبادل مالی نداریم و اگر سهام بین‌المللی را خریداری کنیم توان پرداخت آن را نداریم. امروزه در اروپا قصد دارند بانک‌های کوچکی را راه‌اندازی کنند که هدف آن‌ها معامله با ایران است، بانک‌های بزرگ اروپایی سهام سنگینی در آمریکا دارند و نمی‌توانند با ایران معامله کنند، بنابراین بانک‌های خرد تازه تأسیس سهامی در آمریکا نخواهند داشت تا تحت تأثیر تحریم‌ها قرار بگیرند و معاملات با آن‌ها فقط با یورو انجام می‌شود. شرایط تحریمی به صورتی است که برای سفرهای خارجی مجبور به انتقال دلار به صورت اسکناس هستیم که خطرات زیادی به همراه دارد. اگر در سطح بین‌المللی معامله کنیم چون تعهدی وجود ندارد ممکن است کلاهبرداری صورت بگیرد.

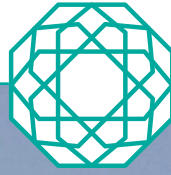
■ بورس کالا

■ بنابراین در بورس اسنادی معامله می‌شود که گاهی سهام شرکت‌ها، گاهی اوراق قرضه، گاهی طلا و گاهی نیز ارزهای خارجی است. نوعی از بورس، بورس کالاست. نفت نمونه‌ای از این نوع بورس است. در این بورس‌ها خود کالا معامله می‌شود. اما به یاد داشته باشیم که مهمترین مسئله در بورس، این نیست که مثلاً کالایی برای بار اول معامله می‌شود، بلکه مسئله مهم معاملاتی است که روی معامله اول رخ می‌دهد که این مطلب کار را گسترده کرده است. مثلاً شما در بورس کالای کشاورزی اعلام می‌کنید من یکصد تن گندم برای شش ماه آینده دارم، یعنی گندم خودتان را پیش فروش می‌کنید و کسی این گندم را از شما می‌خرد. این معامله در بازارهای عادی نیز انجام می‌شود و مسئله‌ای عادی است. بورس از این جا شروع می‌شود که شما گندم خود را به نفر دوم فروخته‌اید. اما نوسانات بازار گندم برای شش ماه آینده به چه صورت خواهد بود؟ مثلاً مدتی قبل اعلام شد آمریکا از گندم بنزین تولید می‌کند که به بنزین سبز معروف است، این کار باعث افزایش چشمگیر قیمت گندم شد. یا ممکن است آفت محصولات کشاورزی در قیمت شش ماه آینده مؤثر باشد. بنابراین شخصی که این گندم را خریداری کرده است ممکن است در اثر احتمالات آینده بازار، اقدام به فروش گندمی کند

که از شما خریداری کرده است، بنابراین او نیز گندم را می‌فروشد و معامله دوم روی معامله اول رخ می‌دهد. از این به بعد معاملات ثانویه راه می‌افتد و ممکن است ظرف شش ماه آینده این گندم بارها خرید و فروش شود و پیچیدگی بازار بورس از این جا آغاز می‌شود.

■ موضوع‌شناسی معاملات در بورس کالا

■ ملاحظه می‌کنید که خرید سلف از گذشته در کشاورزی رواج داشته و هیچ مشکل فقهی هم ندارد، اما این‌که شما برگه‌ای را به من می‌دهید که گویا طلب من از شماست و در قبال آن وجهی به شما پرداخت می‌کنم و آن را به دیگری می‌فروشم و به او بدهکار می‌شوم، شکل کار بورس است. ارزش معاملات بر معاملاتی است که روی معامله اول صورت می‌گیرد. در واقع کارهای بعدی از معامله اول که پایه است اشتقاق پیدا می‌کند و متناسب با آن ارزش پیدا می‌کند. این‌جا دیگر مسئله سهام مطرح نیست. بلکه برگه حواله‌ای که متناسب با کالای اصلی صادر شده ارزشمند محسوب می‌شود. به این ترتیب به تدریج نوعی از اوراق به‌وجود آمد که به آن اوراق مشتقه می‌گویند. ارزش آن متناسب بر دارایی پایه است که به‌عنوان پایه معاملات است و روی آن معاملات بعدی صورت می‌گیرد. چرا این معاملات صورت می‌گیرد؟ چون من اقدام به خرید سلف گندم کرده‌ام، چرا این کار را کرده‌ام؟ چون نمی‌دانستم در شش ماه آینده وضعیت گندم به چه صورتی است، آیا بازار گندم به دلیل صادرات دچار کمبود خواهد شد؟ آیا آفات باعث کمبود محصول گندم خواهند شد؟ یا این‌که برعکس گندم ارزان خواهد شد؟ اگر پیش‌بینی کردم که گندم اضافه تولید خواهد داشت هرگز سلف نخواهم خرید، اما در غیر این صورت اقدام به خرید سلف خواهم کرد. در هر صورت با ریسک و خطر مواجه خواهیم بود و چون احتمال خطر وجود دارد اقدام به پیش خرید می‌کنم تا خیالم راحت باشد. مثل کسی که شغل او آسیاب



گندم است و چون نمی‌خواهد کسب و کارش تعطیل شود گندم را جلوتر می‌خرد. ممکن است بعد از خرید گندم سلف، پیش‌بینی کنم که بازار گندم با اضافه تولید مواجه خواهد بود، بنابراین گندم‌هایی را که به‌صورت سلف خریداری کرده‌ام را به فروش می‌رسانم.

■ سلف فقهی

■ سلف فقهی به این صورت است که پول گندم شش ماه بعد را همین امروز پرداخت می‌کنیم، اما چون زودتر پول می‌دهیم با قیمت کمتری خریداری می‌کنیم. الآن من برگه‌ای برای تحول شش ماهه گندم در اختیار دارم که سلف شرعی است. اما اگر پولی نداشته باشم و احتمال کمبود گندم را بدهم چه باید بکنم؟ در سلف شرعی باید پیشاپیش همه پول را به شما بدهم و حق ندارم تا سررسید شش ماهه گندم سلف را به شخص دیگری بفروشم، مگر تا روز تحویل گندم‌ها که آن موقع می‌توانم به‌صورت واسطه گندم را به شخص دیگری تحویل بدهم. اما چون قیمت آینده گندم مشخص نیست معاملات بورس انجام می‌گیرد. در این معاملات فقط قول و قرار گذاشته می‌شود. پول یا کالایی مبادله نمی‌شود، یعنی با هم قرار می‌گذاریم که شش ماه دیگر شما به من گندم تحویل بدهید و من به شما پول پرداخت کنم. آیا این کار صحیح است؟ اگر فقط ما دو نفر با هم معامله کنیم و معامله بعدی در کار نباشد، خبری از اوراق مشتقه نیست، ولی از این‌جا به بعد اگر من که از شما گندم را خریده‌ام احساس کنم خوب است گندم را بفروشم و اقدام به فروش گندم‌های سلف کنم بحث اوراق مشتقه پیش می‌آید که ارزش این اوراق به ارزش دارایی قبلی وابسته است.

■ بازار اوراق مشتقه

■ ما چند نوع اوراق مشتقه داریم. یکی آتی‌هاست. اوراق مشتقه در بازارهای دنیا اوراقی هستند که روی پایه دارایی اصلی بنا می‌شوند. یعنی پایه اصلی بعدها کارکرد





معامله دین به دین است و معامله دین به دین اشکال دارد. این معاملات در بازار بورس دنیا جریان دارد. اولین مسئله‌ای که در مورد این معاملات پیش می‌آید این است که معامله مشتقه است و از ریسک جلوگیری می‌کند، آیا این صحیح است؟ این مسئله در کمیته‌های تخصصی سازمان بورس به این نتیجه رسید که تفسیر اوراق مشتقه به دو نحو است، یک تفسیر همان معاملات کالی به کالی است که معاملات شکل گرفته و زمان پرداخت آن نرسیده است. در سطح دنیا چنین تفسیری از معاملات مشتقه وجود دارد که اگر این‌طور باشد از نظر شرعی اشکال دارد. تفسیر دیگری در سطح دنیا وجود دارد که معتقد است در این معاملات خرید و فروش مطرح نیست، بلکه تعهد خرید و فروش مطرح است، مثلاً زن و شوهر با هم عقد می‌کنند اما تصمیم می‌گیرند سه ماه دیگر زیر سقف زندگی مشترک بروند، این‌جا

خودش را دارد، ولی این همان‌طور می‌چرخد، چرا؟ چون ترس از ارزان یا گران شدن کالا در شش ماه آینده را داریم، البته ذهنیت خریدار و فروشنده باید برعکس یکدیگر باشد، و الا خرید و فروشی صورت نمی‌گیرد. اگر شما مثل من گمان کنید که گندم ارزان خواهد شد قطعاً گندم من را نخواهید خرید، وقتی اقدام به خرید می‌کنید که گمان سود داشته باشید و من گمان ضرر داشته باشم، البته ممکن است در توافقی دوستانه شخصی بگویند من سود خود را کرده‌ام و خوب است شما این گندم‌ها را بخرید تا شما هم سود کنید که این کار کمتر انجام می‌شود، چرا که هر کسی سعی می‌کند به سمت خودش بکشد. پس معاملات در بازارهای بورس به دلیل جلوگیری از ریسک صورت می‌گیرد.

■ مسئله فقهی بورس کالا

■ گفتیم به لحاظ شرعی در بازار سلف امکان فروش محصول را نداریم. پس چطور این کار را انجام می‌دهیم؟ در تاریخ معاملات اسلامی معامله‌ای به نام کالی به کالی داریم، معنای این معامله این است که من از شما کالایی را به حالت سلف خریداری می‌کنم و معامله تمام می‌شود، من صد تن گندم از شما طلب دارم و شما مبلغی پول از من طلب دارید، یعنی معامله شکل گرفته و زمان ادای آن هنوز نرسیده است، یعنی اگر از من بپرسند چه چیزی دارید؟ می‌گویم من صد تن گندم دارم که به عهده فروشنده و بر ذمه ایشان است. فروشنده نیز می‌گوید من این مبلغ پول را از ایشان طلب دارم، اهل سنت این معاملات را حرام می‌دانند و در شیعه امامیه بیشتر فقها این نوع معاملات را شرعی نمی‌دانند، چرا که معتقدند مانند

معامله تمام شده است و زن و شوهر هستند. اما کسی به خواستگاری دختری می‌رود و با هم قول و قرار می‌گذارند که ماه‌های حرام تمام شود و دو ماه دیگر خطبه عقد جاری شود. اگر تفسیر ما از این معاملات تفسیر دوم باشد اشکالی ندارد و فقط قول و قرارى گذاشته شده است. مثال دیگری ذکر می‌کنم: شما قصد فروش منزلتان را در آینده دارید، من به شما می‌گویم قول بده که خانه‌ات را به من بفروشی و شما قبول می‌کنید. یعنی ما با هم قرار خرید و فروش می‌گذاریم، این جا اشکالی وجود ندارد و دو طرف با هم تعهد الزامی دارند که اشکالی ندارد و اگر معاملات بازارهای آتی به این صورت باشد اشکالی ندارد.

■ بازار اوراق آتی

■ مثلاً بازار آتی طلا به همین صورت تصویب شده و شکل گرفته است که در آن دو طرف در آینده مشخص معامله می‌کنند. در این بازار، دولت معاملات آتی طلا را با خریداران انجام داد و در موعد مقرر مجبور شد طلا را با قیمتی بسیار پایین‌تر از قیمت بازار به خریداران تحویل دهد. علت این بود که دولت تعهد به تحویل طلا و انجام معامله کرده بود. این کار نوعی تعهد است که از نظر شرعی صحیح است و راهی است که کمیته فقهی بورس روی آن تأکید کرد و اعلام کرد به نظر ما این معاملات تعهد است و این معاملات را در ایران راه‌اندازی می‌کنیم. اوراق آتی نوعی از اوراق مشتقه است. اوراق آتی نفت در دنیا نیز به همین صورت است. مثلاً می‌گویند: قیمت نفت تحویلی ماه اکتبر، چراکه بارگیری، حمل و تخلیه نفت خام مدت زمان زیادی نیاز دارد و کاری زمان‌بر است. این مدت زمان ایجاد مسئله کرده است. اوراق آتی، اوراق مشتقه‌ای است که معاملاتی روی آن انجام می‌شود و بخش زیادی از ثروت جهانی به این صورت است و بازارهای نفت تماماً به همین صورت است. بازارهای آتی جلوی ریسک

معاملات را می‌گیرند، بنابراین هر وقت فکر می‌کنم ممکن است برای کالایی که در اختیار دارم مشکلی به وجود بیاید وارد بازار شده و کالای خودم را می‌فروشم و قیمت فروشم بستگی به وضعیت بازار دارد.

■ ماهیت و حکم فقهی قرارداد اختیار معامله چیست؟

■ این کار مشکلاتی دارد. شما همان ابتدا وارد یک قرارداد الزامی می‌شوید، درست است که الآن معامله‌ای انجام نمی‌شود، اما تعهدات شما سنگین است. هم چنین نوعی از معاملات مشتقه را تعریف کردند که در آن آپشن‌ها یا اختیاراتی در نظر گرفتند. شما می‌توانید هر کالایی مانند گندم یا نفت را بفروشید، اختیار معامله این طور است که شما می‌توانید کالای خود را به هر کسی بفروشید، من الآن نمی‌خواهم کالای شما را خریداری کنم، اما از شما این قول را می‌گیرم که اگر گفتم کالای خودتان را به من بفروشید حتماً باید این کار را انجام بدهید، و البته ممکن است این را از شما نخواهم. مثلاً اگر گفتم صد تن گندم را به این قیمت به من بفروشید حتماً باید انجام بدهید، اما ممکن است این کار را نکنم، البته پولی به عنوان بیعانه به شما می‌دهم. شما در طول این مدت نمی‌توانید کالای خودتان را به کس دیگری بفروشید، در این مدت من بازار را رصد می‌کنم و اگر به نفع من بود کالا را از شما درخواست می‌کنم، یعنی اختیار خرید را به من می‌دهید و متعهد می‌شوید اگر کالا را خواستم حتماً به من بفروشید. البته اگر من برای معامله اقدام نکردم پولی که به شما پرداخت کرده‌ام مال خود شما می‌شود، به این کار اختیار معامله می‌گویند، چرا که خریدار اختیار خرید پیدا می‌کند. این کار خرید اختیار است. گاهی کار برعکس است و فروشنده کالا اختیار فروش را از شما می‌خرد می‌گوید اگر در طی چند ماه آینده کالا را به شما فروختم شما باید از من خریداری کنید و با این کار اختیار فروش به وجود می‌آید. یعنی اگر در طی این مدت قیمت کالا بیشتر شد کالا را به خریدار نمی‌فروشم اما اگر قیمت کالا پایین آمد، آن را به کسی که اختیار فروش را از او خریده‌ام می‌فروشم. بنابراین چهار حالت رخ می‌دهد. اختیار کالا در معاملات بورس مقداری از ریسک را کم می‌کند. یعنی لازم نیست به صد میلیون تن کالا متعهد بشوم. من با پول کمی تعهد می‌خرم تا بعد دو ماه ببینم وضعیت قیمت کالا به چه صورت در می‌آید. یعنی آپشن‌ها و فیوچرها دو مسئله مهم در این نوع معاملات هستند. البته وارانیت وجود دارد که شبیه آپشن‌هاست و شرکت‌های معتبر آن‌ها را ارائه می‌کنند. هم چنین سوآپ هم داریم که شامل انواع اوراق مشتقه است. بنابراین اوراق مشتقه اوراق بهاداری است که مورد معامله قرار می‌گیرد، ولی یک پایه معاملاتی دارد. ارزش این اوراق به ارزش قیمت کالا تغییر می‌کند. در اختیار معامله مثلاً اگر گندم شروع به گران شدن کرد و من هم اختیار خرید دارم و مبلغی را به فروشنده پرداخت کرده‌ام، این جا شخص دیگری به من مراجعه می‌کند و تعهد فروش کالا را از من خریداری می‌کند. به این ترتیب اختیار فروش یا خرید کالا در بورس معامله می‌شود. به همین ترتیب او می‌تواند اختیار خرید را به دیگری بفروشد و اگر مثلاً من اختیار خرید را پانصد هزار تومان خریداری کرده‌ام، ممکن است مبلغ معامله این اختیار خرید به هفتصد هزار تومان یا بیشتر افزایش پیدا کند که این مسئله بسته به قیمت روز کالای مورد معامله مانند گندم است. کما این که اگر گندم ارزان یا گران می‌شد، این یک اوراق آتی است که تغییر قیمت می‌دهد. ...



□ بورس باز به چه معناست؟

■ این که مورد معامله در بازار بورس، دست به دست می شود مسئله اصلی بورس است. برخی به این افراد بورس باز می گویند. می گویند مگر این خریداران از این کالاها استفاده می کنند!! مثلاً کسی که اختیار خرید گندم را خریداری می کند مالک نانوائی است؟ می گوئیم خیر، بلکه با سرمایه خود معامله می کند تا کسب سود کند. این معاملات در بازارهای ثانوی انجام می گیرد. البته گاهی قیمت کاهش پیدا می کند و هر کسی که مالک این اختیارات خرید یا فروش است اقدام به فروش سریع اختیار خود می کند. خریدار به این امید که بعد از مدتی مجدداً قیمت این اختیارات افزایش پیدا می کند، اقدام به خرید این اختیارات می کند و این خرید و فروش بستگی به پیش بینی فروشنده و خریدار دارد. این جا تعهدات خرید و فروش می شود.

□ مباحث فقهی اختیار معامله چه بوده است؟

■ در رابطه با حکم فقهی این معاملات، بحث های زیادی صورت گرفت. این طور بحث شد کسی که دارای کالایی در اختیار است می تواند آن را به هر کسی بفروشد، اما در قبال دریافت پول فروشنده خودش را محدود می کند و دیگر به هر کسی نمی تواند بفروشد. در این جا یک آپشن خرید و فروش می شود، بنابراین بیع انجام می گیرد. می گوئیم شرط بیع این است که عین باشد، اگر این طور باشد این جابیی انجام نشده است. این جا مرحوم امام مسئله ای را مطرح کردند که «آیا در بیع، لازم است مبیع عین باشد؟» شیخ انصاری می فرمایند: «باید عین باشد، منفعت اجاره است و حق هم نمی شود، حق در معوض نمی شود ولی عوض می شود»،

اما مرحوم امام در تحریر الوسیله می فرمایند: «در بیع، حق قابل خرید و فروش است. اگر شما گفتید حق قابل فروش است، خرید و فروش حق در معاملات ثانویه هم قابل خرید و فروش است.» من حق دارم این گندم را به هر کسی بفروشم و این حق خودم را معامله می کنم، شخص دیگری می گوید این حق را به من بفروش و نسبت به من متعهد شو. و یا این که من خودم را محدود می کنم و متعهد می شوم کاری را برای شما انجام بدهم، ولی در قبال این تعهد بغیر از پول کالا پولی را به من پرداخت می کنید. این جا فرموده اند که اشکالی ندارد.

مقالات متعددی در این خصوص نوشته شده است، به عنوان مثال آیت الله مؤمن در کتاب کلمات صغیره (مجموعه مقالات ایشان) این مسئله را مطرح کرده اند. صور دیگری هم غیر از آن چه آیت الله مؤمن مطرح فرموده اند نیز مطرح شده است.



بنابراین روی این مسئله خیلی بحث شده است. استاد بزرگواری از پایان نامه دکترای خودشان کتابی نوشتند و در آن همه این صور و آپشن ها را ذکر کردند که آیا آپشن بیع است؟ بیمه است؟ عربون و مانند بیعانه است؟ یا عقد مستقل است؟ یا صلح است؟ و موارد دیگر، این که آن چه در بازار رخ می دهد دقیقاً چیست؟ کلمه خرید و فروش به صورت عمومی به کار می رود و گاهی مقصود از خرید و فروش بیع نیست، بلکه منظور معاملات دیگری است. ایشان در کتابشان این مسئله را خوب بحث کردند. در هر حال اگر بیع حق باشد با نظر ما سازگار است، اما اگر بیمه باشد یا عربون باشد با شرایط ما سازگار نیست که این ها بحث شده است، چون ما می توانیم بیع عقد درست کنیم، عقد مستقل نیز درست است. اگر تعهد باشد ممکن است در چارچوب عقد مستقل گنجانده شود و هم چنین از چیزهای دیگری مانند صلح نیز

می توانیم استفاده کنیم و ماهیت حکم فقهی این مسئله پذیرفته شده است که ما می توانیم این را در قالب بیع حق یا در قالب صلح بگنجانیم.

■ چرا کمیته فقهی استفاده از اختیار معامله تبعی ضمن قرارداد سهام را جایز دانسته است و مبنای سود تضمین شده ای که از این محل به دست می آید چیست؟

■ اوراق آپشن یا اختیار معامله دو نوع است، گاهی خودش اصیل است و گاهی تبعی است. این به صورت شرط ضمن عقد و معامله ای جداگانه است. یک وقت به شما می گویم من قصد دارم اختیار خرید معامله را از شما خریداری کنم. شما متعهد بشوید که صد تن گندم به من بدهید. این جا اختیار خرید معامله را مستقلاً معامله می کنید که اختیار معامله، تبعی نیست. اما گاهی معامله ای انجام می دهید و در ضمن انجام معامله، یک اوراق خرید قرار می دهید. به عنوان مثال بنده خانه ام را به کسی می فروشم. خریدار می گوید شاید من ضرر کنم، آیا قبول می کنید که اگر مسئله ای پیش آمد شش ماه مهلت داشته باشم تا این خانه را به شما برگردانم و شما بپذیرید؟ من قبول می کنم و می گویم تا شش ماه به شما مهلت می دهم که اگر احساس کردید ضرر می کنید آن را به من بفروشید و بنده به همین قیمتی که به شما فروخته ایم یا به قیمتی که توافق کنیم خانه را از شما بخرم. این شرطی است که در ضمن معامله اختیاری به خریدار می دهید. معامله ای بود که به آن بیع الشرط می گفتند و در دوره قاجار مطرح شده است، چراکه نمی توانستند وام ربوی بگیرند، بنابراین کسی که نیاز به پول داشت خانه اش را به شخص دیگری می فروخت. مثلاً خانه سیصد میلیون می ارزید، اما آن را به دویست

در بورس کارگروه های فقهی وجود دارد

از جمله سازمان بورس در شهر قم کارگروه فقهی ایجاد کرده است. یکی از وظایف این کارگروه ها این است که حالت های مختلف معاملاتی را به لحاظ فقهی بررسی کنند. مثل بنایی که با آجر ساختمان هایی را احداث می کند و هر ساختمان شکل جداگانه ای دارد. مورد استفاده بنا آجر است که استفاده از آن اشکالی ندارد. کارگروه های فقهی جمع بندی خود را خدمت مراجع می فرستند و هر کسی که بتواند به این کار کمک می کند. از مقام معظم رهبری که در مقام سیاسی بالایی قرار دارند و نظرایشان برای سازمان بورس مهم است تا مراجعی که مقلدین زیادی در داخل و خارج دارند و دیگر مراجع، جمع بندی بورس برایشان ارسال می شود و همه به بورس کمک می کنند.





میلیون به دیگری می فروخت و شرط می کرد که اگر تا یک سال من عین دویست میلیون را به شما برگردانم، شما هم خانه را به من برگردانید. یعنی همان مبلغی را که می خواست ربا بگیرد، در عوض آن اجاره برمی دارد. این جا ریسکی وجود داشت. این مطلب را از فقها استفتاء کردند که ما به این شرط این معامله را انجام دهیم تا نیاز خودمان به پول را مرتفع کنید و وارد وام ربوی نشویم. حالت دیگر این که من تا یک سال آینده منتظر می شوم و اگر نخواستید، خانه را به خود من بفروشید. در اجاره سهام یکی از بحث ها همین است. برخی از شرکت ها نیاز به پول پیدا می کنند و اقدام به فروش سهام می کنند. شخصی که سهام را می فروشد چون دارای حق رأی در هیئت مدیره است و با فروش سهام میزان سهامش پایین می آید و ممکن است در انتخابات بعدی حق رأی نداشته باشد؛ بنابراین در فروش سهام این طور عمل می کند که سهام را به قیمت بازار می فروشد، اما این اجازه را از خریدار می گیرد. مثلاً تا شش ماه آینده اگر به شما مراجعه کردم که سهام را از شما بخرم باید آن را به من بفروشید و این هم قیمت معامله است. یعنی این اختیار را در معامله قرار می دهد که ظرف شش ماه بتواند سهام را با قیمت بازار یا قیمتی که همین الآن تعیین می کند دوباره خریداری کند. در برخی شرکت های داروسازی این کار را انجام می دادند و از اوراق تبعی استفاده می کردند که اگر ظرف شش ماه خواستیم اوراق فروخته شده را دوباره بخریم، خریدار باید برای معامله حاضر شود و او را ملزم می کنیم. خریدار می پذیرد و اگر ظرف شش ماه فروشنده برای خرید مجدد سهام به او مراجعه کرد تمکین کرده و سهام را دوباره به خودش می فروشد. اما اگر ظرف شش ماه مثلاً قیمت سهام کاهش پیدا کرد فروشنده دیگر به خریدار مراجعه نمی کند چرا که می تواند سهام را با قیمت کمتر از بازار تهیه کند. این کار در شرکت های دولتی اهمیت بیشتری پیدا می کند. چرا که مثلاً اگر کسی ۲۰ درصد سهام را در اختیار داشته باشد می تواند حق رأی داشته باشد و بدون نظر ایشان کاری در شرکت صورت نگیرد، بنابراین مقدار سهام یک فرد اهمیت بسیاری دارد و برای حفظ این حق رأی، در فروش سهام از اوراق تبعی استفاده می کنند. این اوراق تبعی و قابل فروش به دیگری نیست و به صورت اوراق مستقل نیست. زیرا این حق قابل انتقال و فروش به شخص دیگری نیست. این شرطی در ضمن معامله است. ما در ضمن اوراق سهام، چیزی را که به صورت جداگانه تعهد و اختیار داشت را به عنوان شرط در ضمن معامله می آوریم؛ مانند شرط ضمن عقد، که اختیار معامله شرط ضمن عقد است. می گوید شرط این است که اگر تا فلان روز با فلان مبلغ و استاندارد مورد نظر من به شما مراجعه کردم باید سهام را به من برگردانید. گاهی فروشنده و گاهی خریدار شرط می کند. زمانی که آقای رستم قاسمی وزیر نفت بودند، احتیاج مبرم به سی میلیارد دلار پول داشتند. آن موقع قیمت نفت صد دلار بود. بنابراین اوراقی طراحی کردند و به صورت چهار ساله هر سال ۲۰ درصد سود در نظر گرفتند. قرار بود بازار نفتی در داخل کشور ایجاد شود و دلارهای مردم را به این بازار سوق دهند. به مردم بگویند از ما نفت را به قیمت صد دلار بخرید که در چهار سال آینده به شما تحویل دهیم. در طی این چهار سال قیمت به صورت ۲۰ درصد سالانه افزوده می شد و تا حدود ۱۸۰ دلار بالا می رفت. شرکت نفت در این معامله اختیاری در نظر گرفت و گفت اگر قیمت نفت از سطحی

معین بالاتر رفت این اختیار را دارم تا اوراق را از شما با قیمت حداکثری خریداری می کنم و یا اگر قیمت نفت در بازار جهانی خیلی پایین آمد شما اختیار دارید که اوراق را با این مبلغ به من بفروشید و من می خرم. یعنی کف قیمت یکصد دلار و حداکثر قیمت ۱۸۰ دلار تعیین شد. بنابراین اوراق مورد اشاره کف و سقف داشت و هر دو طرف معامله دارای اختیار بودند. من ملزم می شوم اگر خواستید بفروشید از شما بخرم و شما ملزم هستید اگر خواستم از شما بخرم به من بفروشید و رنج قیمت بین الف تا ب قرار داده شد و قیمت نفت ممکن بود پایین تر از الف و یا بین الف و ب و یا بالاتر از ب باشد. آن موقع بحث شد اگر در یک معامله سقف و کف ایجاد کنیم و دو شرط قرار بدهیم اشکالی خواهد داشت؟

■ آیا انعقاد همزمان دو قرارداد اختیار معامله

معکوس توسط طرفین معامله روی یک دارایی،

منجر به ایجاد شبهه بیع العینه نمی شود؟ در این

صورت چگونه می توان از حرمت ربا در این نوع

معاملات رهایی یافت؟

گاهی در معامله نقد و نسیه وجود دارد. مثلاً کیف شخصی را می خرم و همان کیف را به صورت نسیه به همان شخص می فروشم. چرا این کار صورت می گیرد؟ زمانی که شخصی نیاز به پول دارد، به جای وام ربوی از این نوع معامله استفاده می کند. این جا دو معامله نقد و نسیه صورت می گیرد. مالی را نقداً خریداری کرده و نسیه فروخته است و پولی را که نیاز داشتم به دست آوردم و اضافه ای را که وام دهنده در نظر داشت به او رسیده است. این نوع معاملات در شریعت بحث شده و به آن بیع العینه می گویند و از ائمه نیز در این باره سؤال شده است، گفته اند اگر این دو معامله با هم وصل باشند و ضمن هم شرط بشوند اشکال خواهد داشت؛ یعنی در انجام معامله نقدی کالا، نباید الزام به فروش نسیه همان کالا وجود داشته باشد. «ان شاء أخذ و ان شاء ترک»، یعنی «ان شاء باع و ان شاء یشتري»،



اگر اختیار داشته باشد مشکلی نیست، اما اگر معامله به این شرط باشد که دوباره به شخص بفروشد دارای اشکال است. البته علت اشکال را نفرموده‌اند، اما این کار را غیرشرعی دانسته‌اند. اهل سنت گفته‌اند به دلیل این که ریاست اشکال دارد. شاید به این دلیل شرعی نیست که معامله صوری انجام می‌گیرد. در بازار بورس و اوراق سلف نفتی این مسئله مطرح شد، چون می‌گفتیم با هم معامله می‌کنیم و دو شرط می‌گذاریم که اگر هر طرف برای خرید یا فروش مراجعه کرد طرف دیگر ملزم به انجام باشد. اگر معامله‌ای دو اختیار معامله داشته باشد و از نظر قیمت برای آن سقف و کف ایجاد کنیم مشکل شرعی پیدا می‌کند؟ این بحث در اجاره سهام در بازار بورس پیش آمد و همین اواخر معین شد. زمانی شما سقف و کفی را تعیین می‌کنید که معلوم است حتماً من می‌فروشم یا حتماً شما می‌فروشید، یعنی حتماً یکی از ما اختیار نداریم و این کار حتماً رخ می‌دهد، می‌گویند این کار اشکال ... چراکه معامله را بسته‌ایم و مانند بیع‌العینه می‌شود، ولی اگر این معامله حالت‌های مختلفی ایجاد کردیم، گفتیم قیمت ممکن است در حد کف، بین کف و سقف، یا بالاتر از سقف باشد و در هر حالت قیمتی احتمال دارد من بخرم یا نخرم و شما هم به همین صورت، لزوماً فاصله قیمتی و فاصله زمان برای این دو وجود دارد. در بازار بورس خیلی بحث شد که ما باید فاصله این دو و حالت‌های مختلف را به گونه‌ای در نظر بگیریم تا کسی که معامله می‌کند، این طور نباشد که بگوید من خریدم ولی فردا دوباره به او می‌فروشم، باید طوری باشد که معلوم نباشد، اگر امروز خرید، فردا شاید بفروشد و شاید نفروشد و هیچ معلوم نباشد، این جا اختیار به هم نمی‌خورد و هرچه احتمالات بیشتر باشد، اختیار فرد برقرار است بنابراین از نظر شرعی معامله می‌تواند صحیح باشد. این موارد در بورس بحث شد و هر دو حالت پذیرفته شد.

فقه شیعه باید آن قدر کار کند تا بتواند مانند گذشته

سر و گردن خودش را در جهان اسلام و در بازار مالی بلند نگه دارد. زیرا حوزه موفقیت‌های زیادی در بازارهای مالی جهان اسلام داشته و از زمان امام صادق علیه السلام و امام باقر علیه السلام راه حل‌هایی گفته شده که می‌تواند به ما کمک کند و خیلی جاها راه‌هایی را رفته‌ایم که هنوز علمای اهل سنت به جمع بندی نرسیده‌اند. از این جهت در سطح بین الملل بازار بورس ایران پیشرفت خوبی داشته است و بسیاری از انواع معاملات در آن انجام می‌شود. مثلاً بخش زیادی از علمای اهل سنت در رابطه با معاملات آتی یا آپشن نظر منفی دارند و آن‌ها را ربا و قمار و بورس بازی می‌دانند و یا اگر این مسایل در بورس کشورهایشان وجود داشته باشد آن‌ها را از نظر شرعی قبول ندارند.



■ نقش کارگروه‌های فقهی بازار سرمایه در بورس چیست؟

■ در بورس کارگروه‌های فقهی وجود دارد، از جمله سازمان بورس در شهر قم کارگروه فقهی ایجاد کرده است. یکی از وظایف این کارگروه‌ها این است که حالت‌های مختلف معاملاتی را به لحاظ فقهی بررسی کنند. مثل بنایی که با آجر ساختمان‌هایی را احداث می‌کند و هر ساختمان شکل جداگانه‌ای دارد.





مورد استفاده بنا آجر است که استفاده از آن اشکالی ندارد. کارگروه‌های فقهی جمع‌بندی خود را خدمت مراجع می‌فرستند و هر کسی که بتواند به این کار کمک می‌کند. از مقام معظم رهبری که در مقام سیاسی بالایی قرار دارند و نظراتشان برای سازمان بورس مهم است تا مراجعی که مقلدین زیادی در داخل و خارج دارند و دیگر مراجع، جمع‌بندی بورس برایشان ارسال می‌شود و همه به بورس کمک می‌کنند. پاسخ‌هایی که به کار کمک می‌کند و پاسخ‌ها گاهی نزدیک به هم و گاهی دور از همدیگر است و با توجه به ادله، پاسخ‌ها جمع‌بندی می‌شود و دقت زیادی صورت می‌گیرد؛ زیرا در کمترین حالت چند هزار میلیارد معامله صورت می‌گیرد. مثلاً بازار بورس به دولت اجازه داده که اوراق خزانه را به جای بدهی‌های خودش به بدهکاران بدهد، از جمله به سپاه پاسداران که کارهای زیادی برای دولت انجام داده بودند و چند هزار میلیارد از دولت طلبکار بودند. دولت به اوراق را به آن‌ها تحویل داد و گفت سه ماه دیگر در ازای این اوراق به شما پول پرداخت می‌کند و اگر این اوراق را همین الآن در بازار بفروشید با مبلغی کمتر از شما می‌خرند. کمیته ما مصوبه‌ای داشت که وقتی قرار است دین خرید و فروش بشود، باید دو شخص کاملاً مجزا از هم باشند، نه این‌که کسی طلب خودش را به خودش کمتر بفروشد. در این صورت وقتی سپاه برای فروش اوراق وارد بورس شد، جلوی فروش این اوراق گرفته شد، به این دلیل که دولت و سپاه هر دو برای نظام هستند و معامله از نظر فقهی مشکل دارد. این‌جا جلسه‌ای تشکیل شد تا برای این موضوع تصمیم‌گیری شود. به سپاه پاسداران پیشنهاد شد که شما این پول را به پیمانکارانتان بدهید، بنابراین پول متعلق به آن‌هاست و آن‌ها می‌توانند تعیین کنند این اوراق به چه قیمتی به فروش برسد؛ بنابراین می‌توانید از آن‌ها وکالت فروش بگیرید. به این ترتیب سپاه پاسداران توانست این اوراق را به فروش برساند و شب عید با پیمانکاران تسویه حساب کند. بنابراین بحث‌های زیادی در کمیته صورت می‌گیرد و مسایل زیادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. وقتی در دین اجازه شرط ضمن معامله داده شده است چرا از آن استفاده نکنیم، ضمن این‌که اعضای این کمیته همگی ممنوع‌المعامله هستند و از تصمیماتشان سودی نصیب خودشان نمی‌شود؛ بنابراین مدلی را طراحی می‌کنند و ۲۰ هزار میلیارد تومان جابه‌جا می‌شود. گاهی برای انجام یک معامله یک ساعت در بازار چانه می‌زنیم، اما در بازار بورس خریدار و فروشنده یکدیگر را نمی‌بینند. در هر ثانیه هزاران نفر معامله می‌کنند و در طول یک روز مقدار زیادی از پول جابه‌جا می‌شود. سود بورس داخلی ما با سود بورس‌های بین‌المللی همراه نیست. زمانی کشور ما برای امتحان کردن، نزدیک به یک میلیارد یورو اوراق مشارکت در بازارهای بین‌المللی فروخت، ظرف چند ثانیه تمام این یک میلیارد یورو به فروش رفت. در زمینه اجاره سهام از فقها استفتاء می‌شود و گاهی تا یک سال معطل این استفتاء می‌مانیم، گاهی پاسخ می‌شنویم با توجه به مسایلی که می‌گویید خودتان تصمیم بگیرید، چرا که این مسئله مصداقی است و با رعایت این ضوابط و چارچوب‌ها هر طور صلاح دانستید عمل کنید. به این ترتیب به کمیته فقهی بورس اعتماد شده است. سال گذشته خدمت آیت‌الله صافی گلپایگانی رسیدیم، ایشان فرمودند: چون در طول تاریخ راجع به روایات و آیات کار شده وقت کمتری از فقیه می‌گیرند، در صورتی که امروزه بحث مصداق‌ها

نود درصد وقت فقیه را می‌گیرد، آن قدر مسایل جدید ایجاد شده و دائماً مسایل تازه‌ای در حال ایجاد شدن هستند. آقای موسویان گفتند: من کتابی انگلیسی دیدم که هزار صفحه ریزنوشت داشت و گفتند این کتاب شامل انواع جدیدی از معاملات بازار بورس بین‌المللی است. یعنی انواع و اقسام معاملات جدید به میدان می‌آیند و ما خیلی کار داریم. در این مدت ده‌ها مقاله و کتاب و مجله در زمینه معاملات بورس نگارش شده است. از جنبه معاملاتی خیلی جاها شبیه بازار بین‌المللی هستیم، اما چون در تار و پود مجموعه معاملات بین‌المللی ربا وجود دارد باید مراقب باشیم. زمانی که حریف ما قوی باشد، ما بیشتر کار می‌کنیم و قوی می‌شویم. زمانی فلسفه اسلامی قوی شد که با فلسفه غرب درگیر شد. باید شبیه و دردسرهای وجود داشته باشد تا کار ما قوی بشود.

اعضای کارگروه بازار سرمایه اسلامی قم و مدت زمان عضویت آن‌ها چه کسانی هستند و گزارشی از عملکرد کارگروه بازار سرمایه اسلامی قم بیان بفرمایید.

در سال ۸۵ جرقه تأسیس کمیته تخصصی در تهران زده شد و در سال ۸۷ این کمیته تأسیس شد. بنده از سال ۸۹ وارد این کمیته شدم. آن‌جا بحث‌هایی مطرح شد که نیاز به استفتاء و نیاز به بحث‌های دیگری داشت و این امکان نبود که بحث‌ها ظرف مدت کوتاهی مثلاً یکی دو هفته به نتیجه برسد. بنابراین پیشنهاد شد گروهی در قم برای کمک به این کمیته تشکیل شود. در مدت کمتر از یک دهه حدود ۱۵۰ جلسه برای این کارها تشکیل شده است و چند نوع کار انجام می‌شود. سازمان بورس کارشناسانی دارد که در جنبه اقتصادی و مالی روی مسایل کار می‌کنند. گاهی از نظر فقهی به جمع‌بندی نمی‌رسند و مسئله را به تیم قم ارسال می‌کنند. ما در تیم قم اعضای طلبه‌ای داریم که ضمن فقاها، دروس اقتصاد و حقوق خوانده‌اند و به اصطلاح

چند زبانه هستند، بنابراین کارهای مالی و اقتصادی ذکر شده را از لحاظ فقهی مسئله بررسی می‌کنیم و اگر موانع زیادی وجود داشت، به کمیته تهران اعلام می‌کنیم که این کار شدنی نیست؛ اما اگر موانع زیادی نداشته باشد، پیشنهاداتی به عنوان راهکار حل مشکلات ارائه می‌شود. در طی این سال‌ها اعضای انتخاب شده‌اند. سال گذشته آقای نظریور که جزو اعضای اصلی بودند فوت کردند. بنده و آقای موسویان هم در کمیته تهران و هم در کمیته قم حضور داریم تا ارتباط برقرار بشود. آقای دکتر حبیبیان از طلاب عزیزی هستند که پایان نامه ایشان مالی و راجع به اوراق صکوک بوده و دانشجوی دانشگاه علامه هستند. آقای علوی اقتصاد خوانده‌اند و در دفتر آیت‌الله العظمی صافی حضور دارند و از مدرسین قم هستند، آقای دکتر حکمت‌نیا از اساتید خوب و برجسته حقوق هستند. در زمینه ... در ایران یگانه هستند. آقای دکتر معصومی‌نیا در دانشگاه خوارزمی مشغولند که هم طلبه هستند و هم اقتصاد خوانده‌اند و زحمت زیادی کشیده‌اند. آقای دکتر امین‌زاده مسئول دفتر قم هستند و مجموعه در اختیار ایشان است و زحمت می‌کشند. به غیر از این عزیزان گاهی از مشاوره عزیزان دیگر نیز استفاده می‌کنیم، از جمله آقای دکتر عبدی‌پور که در حقوق مالی کار کرده‌اند و از نظرات ارزشمند ایشان استفاده می‌کنیم. بعد از فوت آقای نظریور به دنبال جایگزین ایشان هستیم. کسی که تجربه‌ای در این زمینه داشته باشد و از نظر فقهی نیز کار کرده باشد و مقاله یا کتابی نوشته باشد و بتواند به ما کمک کند و تا آن زمان سعی می‌کنیم از اساتید به صورت موقت استفاده کنیم. کار اصلی کارگروه این بود که به کمیته تهران کمک کند و مسایل آنان را بررسی می‌کنند و سعی می‌کردند کار آن‌ها پخته‌تر شود. هم‌چنین بخشی از فعالیت‌های کارگروه استفتاء از مراجع است. هم ایجاد ارتباط

وسیع بین مراکز حوزوی با سازمان بورس و کارگروه از دیگر فعالیت‌های کارگروه قم است. در مجالسی که طلاب عزیز درس خارج از فقه می‌خوانند سخنرانی‌هایی می‌شود و مطالبی را در حد سخنرانی به ایشان مطرح می‌کنیم و تأکید می‌شود که در این دروس مسایل را از اساتید سؤال کنید تا اساتید به طریقی درگیر شوند تا از بنیه قوی و گسترده حوزه استفاده شود. هم‌چنین با مراکز حوزوی ارتباط داریم و در ارتباط با انتخاب اعضای کارگروه و کمیته تهران سعی کرده‌ایم که از همه مراکز و دانشگاه‌های اصلی قم در این کارگروه حضور داشته باشند و عملاً از دانشگاه امام صادق، دانشگاه قم، حوزه و دانشگاه، دانشگاه مفید، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه و مؤسسه امام خمینی و... در این کار درگیر هستند.

■ جایگاه فقه شیعه در بورس بین الملل را توضیح دهید؟

■ آن قدر کار هست و فقه شیعه باید آن قدر کار کند تا بتواند مانند گذشته سر و گردن خودش را در جهان اسلام و در بازار مالی بلند نگه دارد. زیرا حوزه موفقیت‌های زیادی در بازارهای مالی جهان اسلام داشته و از زمان امام صادق علیه السلام و امام باقر علیه السلام راه حل‌هایی گفته شده که می‌تواند به ما کمک کند و خیلی جاها راه‌هایی را رفته‌ایم که هنوز علمای اهل سنت به جمع‌بندی نرسیده‌اند. از این جهت در سطح بین‌الملل بازار بورس ایران پیشرفت خوبی داشته است و بسیاری از انواع معاملات در آن انجام می‌شود. مثلاً بخش زیادی از علمای اهل سنت در رابطه با معاملات آتی یا آپشن نظر منفی دارند و آن‌ها را ربا و قمار و بورس بازی می‌دانند و یا اگر این مسایل در بورس کشورهاشان وجود داشته باشد، آن‌ها را از نظر شرعی قبول ندارند.

برای این کارها زحمت زیادی صورت گرفته است و می‌توانیم از مواهب بورس دنیا استفاده کنیم و چارچوب خودمان را داشته باشیم. بسیاری از افراد دوره‌های مختلف بازار بورس تهران جلساتی برگزار می‌کنند، آقای مصباحی‌مقدم در مالزی مشغول ارائه مقاله هستند، بنابراین احساس می‌شود فقه شیعه به سرعت در حال سازگاری خودش است و در حال رشد دادن بازار و تولید اوراق جدید اسلامی است. کارگروه ما بخش کوچکی از کار را انجام می‌دهد و امیدواریم تمامی مجموعه‌های حوزوی دست یاری بدهند. الحمدلله این فرهنگ برقرار شده و در شورای مدیریت کمیته امور مالی جدا شده و اساتیدی که آن‌جا هستند با این مسایل درگیراند و پایان‌نامه‌های خوبی به تصویب می‌رسد و همه سعی دارند کمک کنند. گمان می‌کنم اگر همیاری‌ها و هماهنگی‌ها و کمک‌های مجموعه‌هایی که اطراف حوزه هستند و مسایل جدید را به داخل حوزه منتقل می‌کنند و کسانی که درون حوزه حضور دارند، چنان‌چه این مسایل را به دروس خارج اساتید بزرگوار برسانند خیلی بهتر است. ما این مسایل را از دفتر علما استفتا می‌کنیم اما در هر صورت این مسایل باید بحث شود و به درس خارج بیاید و کتاب‌های سطح و خارج راجع به آن نوشته شود و اشکالات کار دیده شود، چراکه فقه را مجموعه بزرگان حوزه جلو می‌برند، افراد دیگری از نظراجرایی کار را جلو می‌برند، اما این بزرگان حوزه هستند که لازم است بازبینی جدی را روی کار صورت بدهند تا مبادا نکته‌ای از قلم افتاده باشد و خدای ناکرده راه کجی را برویم.

شما هم در این زمینه نقش مهمی دارید و می‌توانید اطلاع‌رسانی خوبی به مجموعه حوزه داشته باشید تا کار با هماهنگی بهتری جلو برود.





این‌که تنوع مسایل اقتصادی باعث شد تا این عملیات به‌صورت سیستماتیک صورت گیرد. لذا طرح صندوق‌های سرمایه‌گذاری مطرح شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که سرمایه آن از مجموع سرمایه‌های سرمایه‌گذاران حاصل می‌شود و هیئت‌مدیره صندوق با این پول‌ها معاملاتی انجام داده و از سود این معاملات به مشتریان خودش پرداخت می‌کند. مردم از این طریق می‌توانند سرمایه‌های خرد و کوچک خود را به کار بیندازند. راه دیگر آن‌ها سپرده‌گذاری در بانک‌هاست. تفاوت این دو در این است که سپرده‌گذاری در بانک ریسک ندارد و به سودی که بانک اعلام کرده است اطمینان دارند. اما سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها همراه با ریسک است. به تناسب این‌که افراد چه میزان ریسک‌پذیری داشته باشند، ممکن است انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند. بنابراین صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای تنوع است. در صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز یک واحد سرمایه‌گذاری یا یونیت را انتخاب می‌کنند. به‌عنوان مثال هر صدهزار تومان یا هر یک میلیون تومان به‌عنوان یک واحد سرمایه‌گذاری یا یونیت در نظر گرفته می‌شود و اشخاص با خرید این واحدهای سرمایه‌گذاری در صندوق شریک می‌شوند. سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها با مسایل و مشکلاتی روبه‌رو بوده است، بنابراین راه‌حلی برای این مشکلات پیدا کرده‌اند. اولین مشکل این است که صندوق‌ها برای شروع کار و جمع‌آوری سرمایه اولیه، اعلام پذیره‌نویسی می‌کنند و بعد از جمع‌آوری مقدار معینی از سرمایه‌ها، موافقت اصولی سازمان بورس را اخذ می‌کنند. ممکن است مسئولین راه‌اندازی صندوق به‌دلیل عدم استقبال مردم نتوانند مبلغ سرمایه مورد نیاز را از طریق پذیره‌نویسی به‌دست آورند. راه‌حلی که این‌جا به نظر رسیده این است که مسئولین صندوق با نهادهای مالی دیگر مانند بانک‌ها یا دیگر



کارکرد و انواع

صندوق‌های سرمایه‌گذاری

گفت‌وگو با حجت‌الاسلام والمسلمین سید محمد تقی علوی فریدنی
عضو کارگروه فقهی بازار سرمایه اسلامی قم

حجت‌الاسلام والمسلمین علوی عضو کارگروه بازار سرمایه اسلامی قم در مصاحبه با هفته‌نامه افق حوزه به بررسی فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تبیین خلأهای مسایل فقهی مانند این‌که آیا تضمین سود و اصل سرمایه در شرکت مجاز است؟ آیا می‌توانیم قرارداد بین دو نهاد مالی مانند دو صندوق سرمایه‌گذاری را به‌عنوان دو شخصیت حقوقی را بپذیریم؟ پرداختند که در ادامه مشروح صحبت‌های ایشان تقدیم مخاطبان ارجمند می‌گردد.

■ در مورد کارکرد و انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری چه نکاتی مطرح است؟

■ در گذشته اقتصاد کوچک‌تر و متمرکز بود و افراد مورد اعتماد در بازارها به راحتی قابل دسترس بودند. مردم هم به آن‌ها اعتماد داشتند و سرمایه‌های خرد و کوچک خود را در اختیار آن‌ها قرار می‌دادند تا در قالب مضاربه و یا شرکت، معاملاتی را با مجموع سرمایه‌ها انجام داده و سودی را به شرکا پرداخت کنند. رفته رفته بازارها گسترده‌تر شد و از اعتماد عمومی نیز تا حدی کاسته شد. ضمن



صندوق‌های سرمایه‌گذاری قراردادی منعقد می‌کنند تا تعهد پذیره‌نویسی را انجام دهند. به عنوان مثال اگر یک میلیارد در پذیره‌نویسی کم داشتند، در مقابل مبلغی پول... که به این وسیله این ریسک پوشش داده می‌شود. مسئله دیگر این است که مسئولین صندوق اطمینان به سود لازم صندوق ندارند. بنابراین برای پوشش ریسک سرمایه‌گذاری صندوق با نهاد مالی دیگری که اوضاع صندوق را بررسی می‌کند و روی ضوابط خاصی قراردادی منعقد کرده و ریسک سود را نیز پوشش می‌دهند. به عنوان مثال با پرداخت چند درصد از سرمایه صندوق به یک بانک سود صندوق را تا درصدی معین تضمین می‌کنند. به عنوان مثال بانک طرف قرارداد، سود ۲۰ درصد صندوق را تضمین می‌کند که اگر سود صندوق بیش از این مقدار باشد متعلق به صندوق است و اگر کمتر از این مقدار بود، بانک کمبود سود را تأمین می‌کند. به این ترتیب این ریسک

برخی افراد جامعه ریسک‌پذیر نیستند. برای این افراد صندوق‌هایی با درآمد ثابت و سرمایه‌گذاری‌هایی با درآمد ثابت اختصاص داده شده است. کار این صندوق‌ها به شکلی است که سعی می‌کند ۹۰ درصد از سرمایه را به صورت سپرده بانکی قرار دهد و یا اوراق مشارکتی تهیه کند که درصد سود آن‌ها تضمین شده است و یا از صکوکی بگیرند که درآمد ثابت دارند، مانند صکوک اجاره که درآمد ثابتی دارد و حتماً این درصد به آن‌ها می‌رسد و بخشی از سرمایه را به خرید سهام اختصاص می‌دهند. هم چنین صندوق‌هایی داریم که در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند که ریسک بالاتری دارند. این صندوق‌ها اعلام می‌کنند که ما فقط در سهامی سرمایه‌گذاری می‌کنیم که اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند و طبعاً باید تغییرات قیمت در سهام و سود یا زیان را بپذیرند. این گروه از صندوق‌ها حداقل ۷۰ درصد سرمایه خود را در خرید و فروش سهام به کار می‌گیرند و ۳۰ درصد باقی‌مانده سرمایه را در سپرده‌های بانکی و اوراق سهام با درآمد ثابت به کار می‌گیرند.





پوشش داده می‌شود. مسئله سوم در خطر قرار گرفتن اصل سرمایه صندوق است که می‌توان این مشکل را به وسیله انعقاد قرارداد با یک نهاد مالی پوشش داد. حال ممکن است این سه ریسک به وسیله انعقاد قرارداد با یک نهاد مالی و یا چند نهاد مالی پوشش داده شود. فایده سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها این است که گروه خاص متخصصینی که در امور اقتصادی نظارت می‌کنند که این سرمایه‌ها از بین نرود و سازمان بورس نیز بر آن‌ها نظارت می‌کند و سعی می‌کنند سود صندوق بالاتر از بانک باشد و اگر مشتری‌ها مقداری ریسک پذیر باشند سود بیشتری از سود معمول بانک‌ها به دست می‌آورند. در خصوص فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری با چند مسئله فقهی مواجه هستیم. ماهیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر پایه مشارکت است. به این معنی که افراد پول خود را مخلوط می‌کنند تا یک فعالیت اقتصادی شراکتی انجام بدهند. آیا تضمین سود و اصل سرمایه در شرکت مجاز است؟ این یک بحث فقهی است. اولاً یا برخی از شرکا می‌توانند این کار را انجام دهند؟ ثانیاً شخص ثالثی که نهاد مالی است می‌تواند این تضمین را انجام دهد؟ اگر در ضمن یک عقد خارج لازم آمدند و متعهد شدند که ما این کار را جبران کنیم، برایشان الزام‌آور است و اشکالی به اصل شرکت ندارد و با ماهیت شرکت منافاتی ندارد؟ این‌ها مسائلی فقهی هستند که باید روی آن‌ها بحث شود.

□ در مورد انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری توضیح فرمایید؟

■ برخی افراد جامعه ریسک‌پذیر نیستند. برای این افراد صندوق‌هایی با درآمد ثابت و سرمایه‌گذاری‌هایی با درآمد ثابت اختصاص داده شده است. کار این صندوق‌ها به شکلی است که سعی می‌کند ۹۰ درصد از سرمایه را به صورت سپرده بانکی قرار دهد و یا اوراق مشارکتی تهیه کند که درصد سود آن‌ها تضمین شده است و یا از صکوکی بگیرند که درآمد ثابت دارند، مانند صکوک اجاره که درآمد ثابتی دارد و حتماً این درصد به آن‌ها می‌رسد و بخشی از سرمایه را به خرید سهام اختصاص می‌دهند.

هم‌چنین صندوق‌هایی داریم که در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند که ریسک بالاتری دارند. این صندوق‌ها اعلام می‌کنند که ما فقط در سهامی سرمایه‌گذاری می‌کنیم که اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند و طبعاً باید تغییرات قیمت در سهام و سود یا زیان را بپذیرند. این گروه از صندوق‌ها حداقل ۷۰ درصد سرمایه خود را در خرید و فروش سهام به کار می‌گیرند و ۳۰ درصد باقی‌مانده سرمایه را در سپرده‌های بانکی و اوراق سهام با درآمد ثابت به کار می‌گیرند.

گروه دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط هستند که ممکن است درصدهای مختلف از سرمایه را به سهام یا اوراق ثابت اختصاص دهند که این درصدها متغیر هستند و افراد با توجه به ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی این صندوق‌ها را رصد کرده و یکی از آن‌ها را انتخاب می‌کنند.

هم‌چنین صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان هم وجود دارند که از ابتدا اعلام می‌کنند ما در بخش مسکن سرمایه‌گذاری می‌کنیم. یعنی زمین می‌خرند و ساختمانی می‌سازند و درآمد فروش ساختمان‌های ساخته شده بین افراد شریک صندوق تقسیم می‌شود. برخی دیگر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در خرید و فروش ارزهای خارجی فعال هستند.

برخی دیگر از صندوق‌های سرمایه‌گذاری در زمینه طلا معاملات انجام می‌دهند.

صندوق‌هایی هستند که کار این صندوق‌ها بازگردانی برای سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. بازگردانی یعنی صندوقی را که ما تشکیل داده‌ایم و عده‌ای در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند، ممکن است مثلاً ۶ ماه دیگر و قبل از پایان فعالیت سرمایه‌گذاری صندوق، برخی شرکا اقدام به فروش سهامشان کنند. باید کسی باشد که تضمین کند که من این سهام را خریداری می‌کنم. این‌جا می‌توان قراردادی با یک نهاد مالی منعقد کرد تا با گرفتن درصدی بازگردانی را به عهده بگیرد. یعنی هر میزان سهامی که برای فروش ارائه شود را خریداری کند و به افراد دیگری در بازار بفروشد و قیمت خرید و فروش سهام را هم من اعلام می‌کنم. در واقع نقدشوندگی سهام را تضمین می‌کند که این مسئله یک مسئله فقهی است. در این صورت مسئله فقهی دیگری که پیش می‌آید این است که یک صندوق سرمایه‌گذاری طلا با پول شرکا از بانکی طلا خریداری می‌کند و خود بانک فروشنده طلا اعلام می‌کند که من سود یا تضمین سرمایه یا نقدشوندگی این طلای خریداری شده را بر عهده می‌گیرم و تضمین می‌کند. به لحاظ فقهی مسئله به این صورت است که بانک طلا را به صندوق فروخته است، من به عنوان یکی از سرمایه‌گذاران صندوق و به صورت مشاع، سهمی دارم، حالا بانک اعلام می‌کند من به شرط این‌که شما از من طلا بخرید، نقدشوندگی این طلاها و خرید مجدد آن‌ها را تضمین می‌کنم. آیا این مسئله شامل بیع‌العینه است یا خیر؟ لازم است در فقه روی این مسائل صحبت شود.

□ ضمانت سود در صندوق‌ها چگونه است؟

■ مسئولین صندوق‌های سرمایه‌گذاری با چه نهادی یا شخصی قرارداد سود ضمانت را منعقد می‌کند؟ ممکن است در طول اجرای یک طرح اقتصادی هیئت‌مدیره یا مجمع عمومی، مسئولین صندوق را عوض کند. این‌جا بحث فقهی پیش می‌آید.

آیا می‌توانیم قرارداد بین دو نهاد مالی، به‌عنوان دو شخصیت حقوقی را بپذیریم؟ از طرف دیگر گاهی اتفاق می‌افتد که صندوق‌ها متعلق به یک بانک دولتی و یا یک وزارتخانه دولتی هستند و یک بانک دولتی این صندوق‌ها را ضمانت می‌کند. آیا ضمانت در جایی که صندوق و بانک ضمانت‌کننده هر دو دولتی هستند صحیح است و تعهد آنان به چه صورت است؟ این مسئله نیز در فقه قابل بحث است.

■ آیا امکان فروش واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه وجود دارد؟

■ آیا شرکای صندوق، قبل از شروع پروژه صندوق و به صرف پذیره‌نویسی و تشکیل صندوق، می‌توانند سهم خود از صندوق را به فروش برسانند؟ آیا این سهم شخص در صندوق است و یا طلب شخص از صندوق است؟ و چنانچه شامل طلب شخص از صندوق باشد، آیا فروش طلب به میزان بالاتر جایز است؟ این‌ها مسائلی است که در فقه

قابل بحث است.

سود این سرمایه‌گذاری‌ها از دو طریق به سرمایه‌گذاران خواهد رسید. یکی از طریق افزایش قیمت طرح در حال اجرا توسط صندوق و یا از طریق بالا رفتن اعتبار صندوق و افزایش ارزش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق.

نکته دیگر در مسایل شرعی صندوق‌ها این است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری بعد از تشکیل به جذب سرمایه ادامه می‌دهند و این‌طور نیست که سرمایه آن‌ها ثابت بماند. این‌جا تقسیم سود با سرمایه‌گذاران جدید براساس مبلغ و مدت صورت می‌گیرد؟ یعنی بگوییم شما شش ماه قبل ده واحد سرمایه‌گذاری خریداری کرده‌اید و دیگری یک سال قبل بیست واحد سرمایه‌گذاری خریداری کرده است، به این ترتیب با ضریب سرمایه و مدت به آن‌ها سود پرداخت کنیم. یا این‌که بگوییم از زمانی که سرمایه‌گذاران جدید اقدام به خرید واحدهای سرمایه‌گذاری کرده‌اند، ارزش سهام صندوق افزایش بیشتری داشته است، به این ترتیب سرشکن کردن سود باعث ضرر عده‌ای دیگر خواهد شد و لازم است تدابیری برای تقسیم سود صندوق‌ها در نظر گرفته شود.

چنین مسایلی در شورای فقهی بورس مورد دقت قرار گرفته و در حد مقدور روی آن‌ها بحث شده است و اجازه تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری با شرایط مختلف داده شده است. اما نیاز است تا فاضلین حوزوی روی این مسایل فکری کنند و مطالعاتی فرمایند و اگر مسئله‌ای به ذهنشان رسید تذکر دهند تا نسبت به اصلاح آن‌ها اقدام شود و شورای فقهی بورس می‌تواند آن‌ها را بپذیرد و تغییراتی در آیین‌نامه‌ها و قوانین بورس ایجاد کند.





■ از نظر جناب عالی تعریف دارایی فکری و بازار آن چگونه است؟

■ ابتدا از فرصتی که در اختیار بنده قرار داده شد تا راجع یکی از مسایل مهم دنیای جدید گفت و گو کنیم تشکر می‌کنم.

با تحولاتی که در دنیای جدید اتفاق افتاد، بشر به تکنولوژی و صنعت دست یافت و خود به خود مباحث مربوط به فناوری رونق گرفت. به این گونه که انسان بتواند از یافته‌های علمی خودش مشکلی را به صورت صنعتی از زندگی بشر مرتفع کند. تاریخ فناوری قبل از دوره صنعتی شدن است. هر کسی که می‌توانست مشکلی را به لحاظ فنی و عملی از زندگی حل کند داخل فناوری بود. اما دنیای صنعتی مقدور است فناوری را با ابزارهای صنعتی تکثیر کند و این از خصوصیات دنیای صنعتی است. بنابراین دنیای جدید دنیای تکثیر محصولات فناورانه است و این عنصر جدید توجه بشر را به خود جلب کرده است. به عبارت دیگر انسان در دوره کشاورزی یاد گرفته بود بیل و کلنگ و وسایل کشاورزی را بسازد، ولی با صنعت تکثیر این ادوات آشنایی نداشت و کارها را به صورت یدی انجام می‌داد. اما در صنعت ما با صنعت تکثیر و کارخانجات روبه‌رو شدیم. در امر ادبی و هنری بشر نویسندگی را یاد گرفته بود و پیام خود را به این وسیله منتقل می‌کرد. برای این کار لازم بود متون ادبی به صورت دست‌نویس تکثیر شوند که در دوره صنعتی صنعت چاپ به وجود آمد. بنابراین دوره صنعت دوره تکثیر ماشینی است. محور امور در دوره قبل از صنعت، فعالیت یدی بود. کار فکری با کار یدی ممزوج بود و توجه به جنبه فکری کمتر بود.

■ ویژگی دوره صنعتی

■ اما در دوره صنعتی محصولات خلاقانه تکثیر شدند. سرمایه‌گذاری زیادی انجام شد و بازار مصرف به وجود آمد. این جا بود که سه مسئله در سه حوزه به وجود آمد. اول تأمین هزینه محصولات فکری، دوم هزینه سرمایه‌گذاری در بازار و تولید، سوم حقوق



مالکیت معنوی

یک منطق خردمندانه برای تأمین هزینه ایده و فکر از بازار مصرف است

گفت و گو با دکتر محمود حکمت‌نیا
عضو کارگروه فقهی بازار سرمایه اسلامی قم

دکتر محمود حکمت‌نیا عضو هیأت علمی گروه فقه و حقوق پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی در مصاحبه با هفته‌نامه افق حوزه به بررسی مالکیت فکری و معنوی پرداخت که در ادامه مشروح صحبت‌های ایشان تقدیم مخاطبان ارجمند می‌گردد.

مصرف‌کننده. اگر حوزه اول که متفکر است کار فکری انجام ندهد، صنعت به راه نخواهد افتاد. برای انجام کار فکری نیاز به سرمایه‌گذاری و تأمین هزینه داریم. به این معنی که نیاز به احداث آزمایشگاه و انجام فعالیت‌های مطالعاتی داریم تا به وسیله یافته‌های علمی یک محصول جدید طراحی شود. مثلاً برای ساخت یک محصول الکترونیک فعالیت‌هایی در زمینه‌های انرژی، الکتریسیته، مغناطیس، صدا، ترکیب محصول و... انجام شده است تا به یک ایده خلاقانه در زمینه محصولات الکترونیک برسد. بنابراین هزینه تحقیقات سنگین است. برای تأسیس یک خط تولید نیز هزینه‌های زیادی لازم است تا محصول نهایی که آن هم درگیر با حقوق مصرف‌کننده است به بازار مصرف برسد.

■ فلسفه وجود مالکیت فکری چیست؟

■ هزینه تولید علم و فناوری از کجا تأمین می‌شود؟ احتمال اول این است که خود محقق این هزینه را تأمین کند که ممکن نیست. دولت نیز با کمبود منابع روبه‌روست و همیشه امنیت را بر تأمین رفاه مقدم می‌داند، لذا دولت امنیت را تأمین می‌کند و بودجه‌ای برای هزینه‌های رفاه ندارد، ضمن این‌که لازم است سازنده به بازار اطمینان داشته باشد تا سرمایه‌گذاری انجام بدهد. لذا بسیاری از کارخانجات تولیدی به دلیل عدم اطمینان به بازار به ورشکستگی می‌رسند. بنابراین تأمین هزینه تحقیقات از سوی دولت راه مناسبی نیست. راه خوبی که به ذهن می‌رسد این است که صنعتگر هزینه‌های تحقیقات را تأمین کند که لازم است صنعتگر به بازار اطمینان داشته باشد. اگر صنعتگر بخواهد هزینه محصول تحقیقات را که به صورت یک راز درآمده است بپردازد، ممکن است بعد از تولید این محصول کالاهای مشابه آن توسط دیگران ساخته شود. یعنی هزینه نفر اول شامل هزینه مواد و کارگر و سود انتظار به علاوه هزینه‌های تولیدکننده علم است اما هزینه نفر دوم شامل هزینه تولید علم

نمی‌شود و محصول نهایی ارزان‌تر تولید می‌شود، بنابراین نفر اول شکست می‌خورد و نفر دوم موفق می‌شود و کسی که احتمال شکست بدهد سرمایه‌گذاری نخواهد کرد. به همین دلیل این راه، بسته به نظر می‌رسد. این جا مالکیت فکری وارد عمل می‌شود تا با ایجاد انحصار برای مخترع و انتقال آن به سازنده اطمینان را به بازار ایجاد می‌کند، تا صنعتگر حاضر به تولید صنعتی محصول شود. اگر صنعتگر نتواند این هزینه را تأمین کند، زمان‌بندی ایجاد می‌شود. مثلاً اجازه انحصاری تولید یک محصول به مدت بیست سال به یک صنعتگر داده می‌شود تا او در این مدت هزینه‌های تحقیقات را تأمین کند. بنابراین مالکیت معنوی یک منطق خردمندانه برای تأمین هزینه ایده و فکر از بازار مصرف است. دولت و تولیدکننده فناوری قادر به تأمین هزینه‌ها نیستند و راه حل این مشکل ایجاد انحصار در مالکیت است. امروزه مالکیت صنعتی این ساختار را به وجود آورده است. در زمینه ادبیات و هنر نیز ناشران از این ایده استفاده می‌کنند. اگر امروزه می‌بینیم که صنعت ما با شکست مواجه می‌شود به این دلیل است که صنعتگر یا ناشر به بازار اطمینان ندارد. زیرا دیگران سریع از او تقلید و کپی می‌کنند. این یک شاخه از مالکیت است و شاخه دومی نیز وجود دارد که به آن ورود پیدا نمی‌کنیم.

حقوق دانان بیان کرده‌اند که این انحصار به مصلحت است و آن را با نهاد مالکیت طراحی می‌کنند. استفاده یک شخص از یک شیء و عدم استفاده دیگران از همان شیء به معنای انحصار است. بنابراین حقوق دانان این‌طور بیان کردند که اگر استفاده‌هایی را برای یک شیء ایجاد کنیم و برای آن انحصار به وجود بیاوریم مالکیت

ایرادی که بر ادبیات فقهی یا فقه‌های ما وارد است

این‌گونه که آن‌ها خواسته‌اند از طریق مفهوم‌شناسی

وارد این مسئله بشوند و نه مسئله‌شناسی!!

لذا حرف و حدیث زیادی پیرامون این مسئله به وجود آمده است.

برخی می‌گویند مالکیت فکری را نمی‌پذیرند

ما در این جا سؤال می‌کنیم که چگونه مسئله را حل می‌کنید؟

در کشوری که این انحصار ایجاد نشود نه تنها ناشر قادر به کار نخواهد بود

بلکه هیچ صنعتگری قادر به توسعه صنایع الکترونیک

و طراحی نرم‌افزار نخواهد شد و برای همیشه

یک کشور مصرف‌کننده خواهیم بود و قادر نمی‌شویم

به استقلال اقتصادی دست پیدا کنیم.





به وجود می‌آید. بنابراین مالکیت یک مسئله طراحی شده است، نه یک مسئله شناسایی شده. به این معنی که یک شیء را ایجاد، تولید و صادر یا وارد کنیم. اصطلاحاً به انتقال یک اختراع از مخترع به اشخاص دوم و سوم مالکیت فکری گفته می‌شود. بنابراین مالکیت فکری یک طراحی برای پاسخ به یک مسئله یا مشکل است. حقوق مالکیت معنوی که بسازیم، تولید کنیم، صادر و وارد کنیم و نمایشگاه عرضه کنیم یا بفروشیم به خودی خود یک بازار انحصاری برای شخص اول است که نفر دوم یا سوم عرضه می‌شود. این انحصار یک ارزش اقتصادی است. صحبت بر سر این است که این ارزش اقتصادی به لحاظ حقوقی مقرراتی نیاز دارد و به لحاظ اقتصادی احتیاج به ساختار دارد و به لحاظ بازار نیاز به جایگاه دارد تا بتواند کارکرد خود را داشته باشد و ما به دنبال این کارکرد هستیم.

■ مسئله مالکیت معنوی به لحاظ فقهی چگونه توجیه می‌شود؟

■ باید اول بگوییم که آیا نظام اسلامی با چنین مشکلی روبه‌روست؟ اگر پاسخ مثبت باشد سؤال بعدی مطرح می‌شود که این هزینه‌ها چگونه تأمین می‌شود؟ این سؤال نیاز به پاسخ دارد و برای توجیه آن پاسخ‌های گوناگونی داده شده است. به نظر می‌رسد که جامعه اسلامی با چنین مشکلی روبه‌رو شده است و فعلاً راهی پیدا نکرده است جز این که همین راه تأمین حقوق انحصاری را دنبال کند. حالا می‌توانیم نام این تأمین حقوق انحصاری را مصلحت بگذاریم و یا منافع نظام! این مسئله اختلال در نظام نیست، چرا که اگر شما این مسئله را به رسمیت نشناسید اختلالی پیش نمی‌آید، شناسایی این مسئله برای رسیدن به اهدافی مثبت است. لذا مصلحت نظام و منافع مردم به عنوان توجیه عرضه می‌شود. البته منابع فقهی دیگری در کتب و جزوه‌های مختلف ارائه شده است که ضرورتی برای روبه‌رو شدن با آن‌ها وجود ندارد. اگر این را شناسایی کنیم سؤال می‌کنیم مالیت دارد؟ بحث بر سر مالیت یعنی چیزی که منحصر است؟ یعنی کمیاب است و در ازای آن پولی می‌پردازند؟ آیا شما برای محصول مفیدی که خودتان به تنهایی آن را تولید می‌کنید پولی می‌پردازید؟ پاسخ مثبت است، بنابراین مسئله مالیت پیش می‌آید. ما انحصار در تولید و ساخت و واردات و صادرات را به دست بیاوریم، اگر... و اگر توجیه کردیم و بگوییم این انحصار واگذاری به غیر است، مسئله مالیت محقق می‌شود. این کارکرد باید مالیت و ارزش داشته باشد و ارزش آن به این است که قابلیت واگذاری به غیر داشته باشد. چرا که عملاً هیچ مخترع و سازنده‌ای نمی‌تواند تولیدکننده محصول نیز باشد، بنابراین باید قابل واگذاری به غیر باشد تا کارکرد خودش را ارائه بدهد. اگر چیزی قابل واگذاری به غیر باشد و افراد حاضر باشند در ازای آن پولی بپردازند تبدیل به مالیت می‌شود. پس ذات این سیستم، مالیت داشتن است.

ایرادی که بر ادبیات فقهی یا فقه‌های ما وارد است این گونه که آن‌ها خواسته‌اند از طریق مفهوم شناسی وارد این مسئله بشوند و نه مسئله شناسی!! لذا حرف و حدیث زیادی پیرامون این مسئله به وجود آمده است. برخی می‌گویند مالکیت فکری را نمی‌پذیرند، ما در این جا سؤال می‌کنیم که چگونه مسئله را حل می‌کنید؟ در کشوری که این انحصار ایجاد نشود نه تنها ناشر قادر به کار نخواهد بود بلکه هیچ صنعتگری قادر به توسعه صنایع الکترونیک و طراحی نرم‌افزار نخواهد شد و برای همیشه یک کشور مصرف‌کننده خواهیم بود و قادر نمی‌شویم به استقلال اقتصادی دست پیدا

کنیم. در یک سیستم صنعتی نیاز داریم تا به راه حل‌های خردمندانه برای تولید صنعتی دست پیدا کنیم. توسعه صنعتی ما چیست؟ توسعه صنعتی نیاز به هزینه دارد و دولت قادر به تأمین این هزینه نخواهد بود. بنابراین کسی نمی‌تواند بگوید من مالکیت فکری را قبول دارم یا ندارم و یا به لحاظ فقهی مالکیت معنوی مشروعیت دارد یا خیر. سؤال این است که شما برای مسایل صنعتی چه پاسخ خردمندانه‌ای ارائه می‌دهید؟ مسئله این نیست که مالکیت معنوی مورد پذیرش قرار بگیرد یا خیر. به نظر ما کشور چنین مشکلی را دارد. زیرا می‌خواهیم رابطه‌ای بین فناوران، دانشمندان، خلاقان و نویسندگان، ناشران و تولیدکنندگان ایجاد کنیم. اگر راهی برای برقرار این رابطه در اختیار داریم، پس هنوز این راه شناسایی نشده است و اگر چنین راه حلی وجود ندارد می‌توانیم آن را مصلحت منحصراً بدانیم؛ بنابراین اعتبار دارد.

■ از نظر جناب عالی معامله دارایی‌های فکری

به چه صورت‌هایی انجام می‌شود؟

■ مدل قراردادهای دارایی‌های فکری با مدل قراردادهای مرسوم متفاوت است. قراردادهای مالکیت فکری بسته‌ای از ... یعنی شما باید راجع به تولید، تکثیر، صادرات، واردات و عرضه در نمایشگاه که اگر فرآیندی در کار باشد بحث‌های دیگری هم خواهد داشت، چه نظری دارید؟ این سؤالات که به کدام کشور؟ به چه میزان؟ به چه قیمت؟ در کدام حوزه؟ با چند نفر؟ و... مطرح می‌شود، به این ترتیب در هر قراردادی ده‌ها سؤال پیش خواهد آمد. مثلاً من از شما سؤال می‌کنم برنامه صادرات شما به چه صورت است؟ زیرا ممکن است من این کالا را در جای دیگری هم ثبت کرده باشم و به شما اجازه صادرات ندهم. بنابراین شیوه‌های معامله دارایی‌های فکری از ساختار قراردادهای سنتی خارج می‌شود. گاهی قراردادهای معامله دارایی‌های فکری به سی صفحه می‌رسد. بر اساس برنامه توسعه‌ای یک شرکت و میزان توانمندی شرکت



نیز وجود داشته باشد که قرارداد ده‌ها معنای منفی به همراه داشته باشد. بنابراین متخصصین قرارداد متوجه می‌شوند که راه‌های دیگری به نفع ما بوده است که ذکر نشده و طرف مقابل به نفع خود و به صورت اثباتی حرف می‌زند. قراردادهای انتقال فناوری مسایل اثباتی و سلبی دارند که شما برای مسایل اثباتی به راحتی تصمیم می‌گیرید، ولی اگر بدانید که این مسیر ده‌ها راه دیگر دارد، ممکن است نظر شما تغییر کند. ما متخصصین لازم برای این مسئله را در اختیار نداریم.

بنابراین قراردادهای انتقال فناوری یک عنصر جدید است و این‌که بگوییم این قراردادها معاوضه است یا صلح است؟ بیع است؟ یا... بحث مهمی نیست. این عنصری مشروعیت‌ساز است و مسئله‌ای که دارد به سادگی قابل حل است. بحث اصلی بر سر طراحی قرارداد برای تأمین منافع است که نیاز به متخصص دارد تا ادبیات توسعه شرکت و کشور را در نظر بگیرد و براساس این منافع قرارداد را طراحی کند.

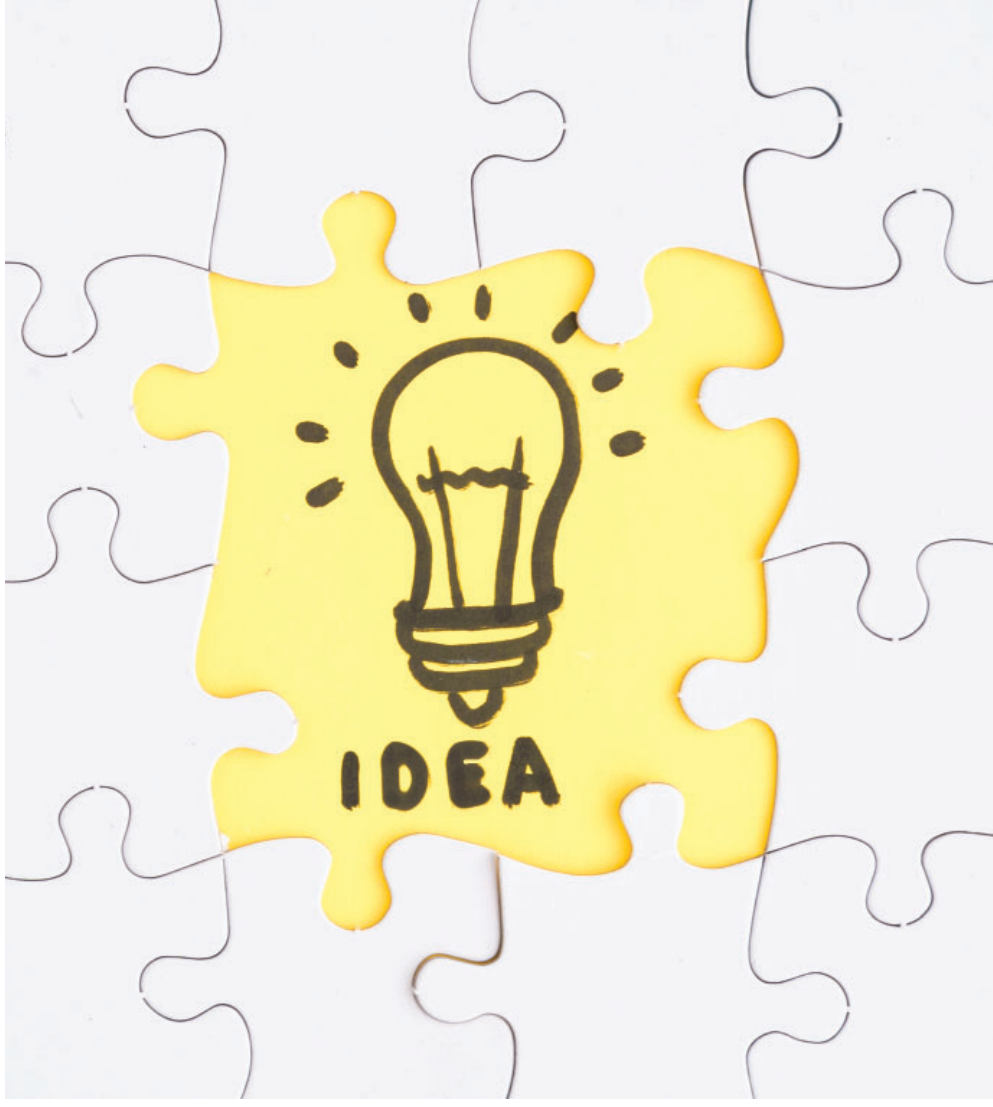
■ چه ضوابطی معامله دارایی فکری را از معاملات ... خارج می‌کند؟

■ تعداد حقوق در قراردادهای مالکیت فکری متفاوت است و به لحاظ زمانی و مکانی و حجم و قیمت و... مسایلی مشخص می‌شود که معامله از... خارج می‌شود.

■ مراحل مالکیت فکری

■ ما قراردادهایی در مورد مجوز بهره‌برداری داریم. به این معنی که مالکیت را منتقل نمی‌کنیم، اما بهره‌برداری را منتقل می‌کنیم. دلیل این کار چیست؟ مالکیت فکری دو مرحله دارد. اول مرحله تولید و ثبت و دوم مرحله بهره‌برداری از آن که ممکن است هر کدام از آن‌ها را منتقل کنیم. این مسئله‌ای کاملاً پذیرفته شده است

و استراتژی‌های صادرات و واردات و رقابت آن شرکت ممکن است برخی شروط را بپذیرد یا رد کند، زیرا پذیرش هر شرطی تبعات خاص خودش را برای شرکت دارد. لذا این حقوق قابل واگذاری هستند، اما قراردادهای خاصی به نام قرارداد انتقال فناوری را نیز دارا هستند. ما می‌توانیم سیستم قراردادهای بیع و اجاره که در قالب قراردادهای معین هستند را به عنوان هسته مرکزی قرارداد در نظر بگیریم، ولی وقت‌گذاری کم‌فایده‌ای خواهد بود. بنابراین نوع معاملات انتقال فناوری بسیار خاص است و طراحی‌های عجیبی دارد. این طراحی‌ها تا حدی دقیق است که شخص تولیدکننده فکر یا شخص صنعتگر ده‌ها عامل را برای موفقیت خودش در نظر می‌گیرد و معمولاً چون اثباتی حرف می‌زنند و زبان سلب آن‌ها مشخص نیست اگر یک کارشناس قرارداد به همراه ما نباشد، در نگاه اول قرارداد را خیلی خوب می‌بینیم اما ممکن است آپشن‌های دیگری



مشکل دیگر این است که برخی مسایل آن‌ها اساساً مسئله نیست و به همین دلیل ادبیاتی که تولید می‌کنیم غیر مفید است و مسئله‌ای را برای ما حل نمی‌کند و باید فکر اساسی‌تری برای آن انجام دهیم. در حال حاضر قوانین مالکیت صنعتی و مالکیت... در صحن کمیسیون مربوطه در مجلس شورای اسلامی در حال بررسی است. در گذشته قوانینی در این رابطه داشته‌ایم. اولین قانون ما مربوط به سال ۱۳۰۴ و دومین قانون مربوط به سال ۱۳۱۰ و قوانین بعدی مربوط به سال‌های ۱۳۴۸ و ۱۳۸۶ هستند. در حال حاضر ۲۹ معاهده بین‌المللی و یک سازمان جهانی در رابطه با مالکیت فکری وجود دارد و برای آن ادبیات بسیار پیچیده‌ای وجود دارد. برخی از ادبیاتی که مورد توجه بزرگان قرار گرفته و یا در برخی کتب مطرح می‌شود ادبیاتی است که حدود ۲۰۰ سال قبل مطرح شده و امروزه از میان رفته است، اما گمان می‌کنیم این حرف‌ها جدید است. از عمر مالکیت فکری حدود ۶۰۰ سال می‌گذرد. من تعجب می‌کنم که برخی این مسایل را مستحده می‌دانند، در حالی که ۶۰۰ سال از عمر آن می‌گذرد و ما تازه متوجه وجود آن شده‌ایم. این مسئله ابتدا در سطح جوامع مطرح بود و بعدها به صورت بین‌المللی مطرح شد و معاهده آن در سال ۱۸۸۳ و ۱۸۸۴ نوشته شده است. در مالکیت صنعتی ابتدا کشور ایتالیا و بعد انگلستان کار کردند. هر کسی دوست دارد بگوید ما در این کار پیشگام بودیم. اولین قدم‌ها در مالکیت صنعتی در قرن چهاردهم میلادی برداشته شد و در زمینه مالکیت ادبی و هنری، اولین گام‌های ملی در قرن ۱۷ برداشته شد. حدود دویست سال طول کشید تا به معاهدات بین‌المللی در سال‌های ۱۸۸۳ و ۱۸۸۶ رسیدیم. بعد دوره جهانی شدن این بحث پیش آمد و ما بسیار دیر و خیلی اشتباه وارد این مسئله شدیم و حتی نوع نگاه ما به پدیده‌های جدید ناصحیح است.

که شما می‌توانید بهره‌برداری از تولید یا صادرات یا واردات در زمان و حجم معین را واگذار کنید و اصطلاحاً به آن مجوزهای بهره‌برداری می‌گویند. این مجوزها متفاوت و به صورت اجاره فقهی هستند.

■ آیا می‌توانیم این دارایی‌های فکری را در بازار بورس به عنوان یک دارایی عرضه کرده و برای آن قیمت رقابتی ایجاد کنیم؟

■ این سیستم در حال طراحی و نگارش است و تا همین دیروز بعد از ظهر ما چندین قرارداد بورسی را عرضه کرده‌ایم. وقتی می‌گوییم یک اختراع ساخته شده به این معنی است که مخترع، مالک حدود هفت حق است. مسئله اول زمان باقی مانده از اعتبار شرکت. مثلاً شرکتی که از اعتبار بیست ساله آن دو سال گذشته و هجده سال دیگر آن باقی است. مسئله دیگر واگذاری اختراع است. این که تاکنون به شخص دیگری واگذار نشده است، زیرا ممکن است به اشخاص دوم و سوم واگذار شود. مسئله بعد حیطه سرزمین اختراع است. آیا این اختراع در خارج از کشور ثبت شده یا خیر؟ چون اعتبار اختراع سرزمینی است و باید بگوییم در کدام کشور ثبت شده است تا کسی که قصد صادرات و واردات محصول را دارد با حقوق خود آشنا شود و مسایل دیگری نیز وجود دارد که این ابزارها هنوز به درستی در حقوق ما تبیین نشده است. با این حال حدود شش یا هفت معامله در این خصوص انجام شده است. بنابراین لازم است گروهی این قراردادها را طراحی کنند. مشکلی که با آن مواجه هستیم این است که این طراحی‌ها غیربومی هستند و آن چه که ما در ایران و با ادبیات فقهی خودمان از آن فهمیده‌ایم این است که برخی مسایل این قراردادها غلط و غیرفقهی است.





فصل دوم

معرفی بازار سرمایه در جمهوری اسلامی ایران
و برخی از محصولات آن
با تأکید بر مبانی فقهی آنها





شرکت همراه بود؛

۲. همزمانی انقلاب صنعتی و نیاز به تأمین مالی شرکت‌ها با ظهور نظریه شرکتی و ایجاد شرکت‌های سهامی عام؛ به طوری که تجهیز منابع از افراد خرد دارای مازاد نقدینگی به شرکت‌هایی که نیاز به تأمین مالی داشتند مورد توجه قرار گرفت؛

۳. ساختاردهی نظام مالی از طریق بازارهای مالی و واسطه‌های مالی جهت تسهیل در تجهیز منابع از سوی دارندگان مازاد نقدینگی و رساندن آن به افرادی که نیاز تأمین مالی داشتند. در این راستا، بازار بورس به عنوان یکی از مصادیق بازار مالی جهت ارتباط مستقیم دارندگان مازاد نقدینگی با افراد نیازمند تأمین مالی و نهادهایی هم‌چون بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاری‌ها و... به عنوان واسطه‌های مالی جهت ارتباط غیرمستقیم دارندگان مازاد نقدینگی با افراد نیازمند تأمین مالی، نظام مالی را شکل دادند.

دهه ۱۹۹۰ و ۲۰۰۰، به عنوان دهه‌های ابداع ابزارها و نهادهای مالی مطرح است. ساختار نظام مالی با ایجاد ابزارها و نهادهای مختلف، گام‌های بلندی در تسهیل فرایند تأمین مالی شرکت‌ها برداشته است. اما در کنار ایجاد ابزارهای مالی، حضور افراد مختلف با مقاصد گوناگون به خصوص به قصد سفته‌بازی در بازارهای مالی و همچنین، تلاش برخی از نهادهای مالی برای کسب سود بیشتر از روش‌های غیر معمول، موجب اختلالات زیادی در نظام مالی گشت که از آن جمله می‌توان به یکی از مسببان ایجاد بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ اشاره نمود: ابزارهایی که بدون پشتوانه دارایی اصلی یا به ارزش بسیار بالاتر از دارایی‌های پایه، به قصد کسب سود بیشتر منتشر شدند.

گرچه ابداعات مالی در راستای افزایش کارایی بازارها و نهادهای مالی موفق عمل نمودند و سرمایه‌گذاران تقبل زیادی به

مقدمه

سرمایه‌گذاری به قصد حفظ و افزایش ثروت از دیرباز موضوعی اساسی برای بشر بوده است و معمولاً افراد ترجیح می‌دادند از دارایی‌های فیزیکی به عنوان منبع اصلی سرمایه‌گذاری جهت حفظ ثروت و انتقال آن به دیگران استفاده کنند. تجارت و انجام معاملات تجاری نیز از دیگر روش‌های حفظ ثروت محسوب می‌شدند که به دلیل ریسک بیشتر نسبت به دارایی‌های فیزیکی، عده کمتری حاضر به ورود در این عرصه بودند. برای سال‌های متمادی، صرفاً افرادی قادر به سرمایه‌گذاری و افزایش ثروت بودند که از افراد متمول یا شناخته شده جامعه به حساب می‌آمدند. اما سه اتفاق موجب شد تا سرمایه‌گذاری به صورت عام و با مشارکت عمومی در میان افراد جامعه رونق بگیرد:

۱. ظهور شرکت‌های سهامی پس از ارائه نظریه شرکتی که بر مالکیت دارایی به عنوان راهی برای تخصیص حق کنترل شرکت به افراد خرد متمرکز بود و با ویژگی‌های کلیدی از جمله مسئولیت محدود سهامداران، مالکیت مشاع، امکان انتقال دارایی‌ها، و فعالیت بلندمدت



آن‌ها داشتند، اما عدم لحاظ ضوابط فقهی در طراحی محصولات موجب شد تا این ابزارها در میان جامعه مسلمانان مورد استقبال واقع نشوند؛ به خصوص زمانی که فقها و مراجع دینی بر عدم شرعیت برخی از درآمدهای حاصل از این ابزارهای مالی تأکید کردند، این نکته برای مسلمانان در سراسر دنیا اهمیت بسزایی پیدا کرد و مطالبه‌ای جدی از سوی عموم مسلمانان برای ارائه محصولات منطبق با موازین شریعت اسلام مطرح شد. این مطالبه گری، منجر به طراحی محصولات مالی منطبق با شریعت گردید. مسلمانان به اتکاء صدور فتاوی شرعی از سوی مراجع دینی از یک طرف و وجود نظارت فقهی و شرعی در عملیاتی کردن محصولات مالی به پشتوانه آن فتاوی از طرف دیگر، با اطمینان خاطر نسبت به سرمایه‌گذاری در این قبیل ابزارهای مالی اقدام نمودند.

طراحی و عملیاتی شدن ابزارهای مالی منطبق با شریعت اسلام، در یک نظام مالی صورت می‌گیرد. بازار سرمایه یکی از ارکان اساسی یک نظام مالی محسوب می‌شود و در کنار بازار پول و بیمه، تلاش می‌کند بخشی از تقاضای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی را پاسخ دهد. بازار سرمایه متشکل از اجزاء مختلفی است و می‌توان از نهادهای مالی و ابزارهای مالی به‌عنوان دو جزء مهم آن یاد کرد. این اجزاء در پرتو نظارت نهاد ناظر و با استفاده از قراردادهای متفاوت، به عموم مردم خدمات ارائه می‌کنند و هر کدام کارکرد مشخصی دارند.

در جمهوری اسلامی ایران نیز بازار سرمایه به پشتوانه قوانین مختلف، توانسته بخشی از نیازهای مخاطبین را پاسخ دهد و هم‌چنان در تلاش است تا در پرتو اعمال اصلاحات مورد نیاز در سازوکارهای فعلی و توسعه ابزارها و نهادهای مرتبط با بازار سرمایه، مسیر تکامل را طی نماید. در این



میان، تأسیس و آغاز فعالیت کمیته تخصصی فقهی در اردیبهشت سال ۱۳۸۶ مسیر توسعه مبتنی بر موازین شریعت اسلام در بازار سرمایه را سرعت بخشید و هم‌چنان این مسیر ادامه دارد.

این نوشتار، با هدف معرفی برخی از محصولات در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران به رشته تحریر درآمده است و در آن سعی می‌شود برخی از ابعاد مالی، فقهی و حقوقی آن‌ها مورد بحث و بررسی قرار گیرد. در این راستا، نشریه افق حوزه در این شماره به تاریخچه بازار سرمایه، معرفی کلی بازار سرمایه، معرفی برخی از نهادها و ابزارهای آن، معرفی قراردادهای مشتقه در بازار سرمایه و تبیین ساختار حقوقی آن پرداخته است.





گرچه ریشه ابداع اوراق بهادار به پیش از تشکیل شرکت‌های سهامی باز می‌گردد، اما با تأسیس و رشد شرکت‌های سهامی به خصوص شرکت‌های سهامی عام، بحث تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اهمیت و توسعه فزاینده‌ای یافته است. شرکت سهامی عام شرکتی است که مؤسسين آن قسمتی از سرمایه شرکت را از طریق فروش سهام به مردم تأمین می‌کنند. به این طریق که مؤسسين قبلاً بیست درصد سرمایه را خودشان تعهد کرده‌اند و حداقل سی و پنج درصد مبلغ تعهد شده را در حسابی به نام شرکت در شرف تأسیس در یکی از بانک‌ها سپرده و سپس اظهارنامه‌ای به ضمیمه طرح اساس‌نامه شرکت و طرح اعلامیه پذیره‌نویسی سهام، به مرجع ثبت شرکت‌ها تسلیم می‌نمایند. پس از تأیید مرجع ثبت شرکت‌ها، به موجب اعلامیه‌ای اشخاصی که مایل به سرمایه‌گذاری در شرکت سهامی عام هستند دعوت می‌شوند تا با ملاحظه عملی که شرکت برای انجام آن تأسیس می‌شود و سرمایه‌ای که در نظر گرفته شده و با اطلاع از سوابق و شخصیت مؤسسين، در خرید سهام شرکت نمایند. به عبارت دیگر، در این شرکت‌ها، دارندگان سهام در ازاء مشارکت خود (خرید سهام)، سندی به نام سهام دریافت می‌کنند که بیانگر حصه مشارکت در دارایی شرکت و سند مالکیت سرمایه‌گذار نسبت به شرکت است. با توجه به این‌که یک سرمایه‌گذار باید این امکان را داشته باشد تا سرمایه خود را در زمان لازم به وجه نقد تبدیل نماید، بازار مالی برای مبادله این اوراق مورد نیاز است که این ابزار مالی در آن عرضه و معامله شود. بدین منظور، بورس به عنوان یکی از مؤلفه‌های اصلی بازارهای مالی شکل گرفت.

در خصوص این‌که اولین بورس اوراق بهادار کجا و چه زمانی ایجاد گردید احوال مختلفی وجود دارد؛ در این میان به ایجاد اولین بورس در سال ۱۴۰۹ در بروژ (Bruges) و

بخش اول

تاریخچه بورس



یا در سال ۱۵۳۱ در آنتورپ (Antwerp) اشاره شده است اما از آن جا که در این بازارها عموماً برات، ارز و مطالبات مبادله می‌شد، می‌توان اذعان داشت که اولین بورس اوراق بهادار در سال ۱۶۱۱ میلادی در آمستردام شکل گرفته است. در آن زمان آمستردام به‌عنوان مرکز مالی جهانی مطرح بود و سهام بسیاری از شرکت‌های بین‌المللی در آن از معاملات زیادی برخوردار بودند. مزایای این بازار متمرکز از قبیل نقدشوندگی و کشف قیمت، سبب توسعه این بازار و ایجاد بورس‌های متعدد شد؛ به این ترتیب، بورس‌های دیگر در کپنهاگ (سال ۱۶۱۹م)، پاریس (سال ۱۷۲۴م)، وین (سال ۱۷۷۱م)، لندن (سال ۱۷۷۳م) و نیویورک (سال ۱۷۹۲م) به تدریج ایجاد شدند. تردیدی نیست که میان این بازارها و بورس به مفهوم امروزی، فاصله قابل توجهی وجود داشته است. با پیشرفت‌های صنعتی در قرن نوزدهم نیاز به سرمایه افزایش یافت و شرکت‌ها اقدام به انتشار حجم قابل توجهی از اوراق بهادار نمودند که این امر منجر به رشد بازار سرمایه شد. البته بازارهای سرمایه در تمام کشورها به یک میزان رشد نکرد. در برخی کشورها تأمین مالی از طریق بانک براساس تمداد از بازار سرمایه غلبه داشت؛ امری که هنوز هم در بسیاری از کشورها به روشنی ملاحظه می‌شود. با توسعه بازار سرمایه، محدودیت در تأمین منابع مالی کاهش می‌یابد و اقتصاد کشور با دو بال تأمین مالی بانکی و از طریق بازار، تجهیز منابع سهل‌تری صورت خواهد داد و توان حرکتی شرکت‌های مختلفی نیز افزایش خواهد یافت. به تدریج، با توجه به اهمیت بازارهای مالی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها، دولت‌ها تلاش نمودند تا از ظرفیت‌های بازار سرمایه بهره بیشتری برند. علاوه بر این، به دلیل ایجاد بحران‌های مالی در نتیجه ضعف در تنظیم و نظارت بازارهای مالی، دولت‌ها تلاش کردند تا نقش بیشتری در این حوزه نیز ایفا کنند. می‌توان اذعان داشت

که اولین گام‌ها در جهت تنظیم و نظارت ساختار یافته و متمرکز بر بازار سرمایه، بعد از بحران مالی سال ۱۹۲۹ و با تصویب قانون بازار اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا در سال ۱۹۳۳ برداشته شد.

ریشه پیدایش بورس در ایران به سال ۱۳۱۵ هجری شمسی باز می‌گردد. در این زمان شخصی بلژیکی به نام وان لوتر فلد پس از انجام مطالعات لازم اساس‌نامه‌ای برای بورس تهیه کرد اما تلاش‌های وی به دلیل وقوع جنگ جهانی در آن زمان به ثمر ننشست. در نهایت در سال ۱۳۴۵ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار به تصویب رسید. با تصویب این قانون، فعالیت بورس اوراق بهادار در بهمن ۱۳۴۶ با انجام چند معامله در مورد سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز شد و ۱۰۵ شرکت در فاصله سال‌های ۱۳۴۶ تا ۱۳۵۷ در بورس پذیرفته شدند. با پیروزی انقلاب اسلامی در سال ۱۳۵۷ قوانین متعددی تصویب شد که شرکت‌های مختلف بخش خصوصی را ملی اعلام نمود و منتهی به کوچک شدن قابل توجه بخش خصوصی گردید و در نتیجه بورس تهران دچار رکود قابل توجهی شد. با شروع جنگ تحمیلی در سال ۱۳۵۹ فعالیت بورس اوراق بهادار بیش از پیش محدود گردید. با خاتمه جنگ در نیمه دوم سال ۱۳۶۸ فعالیت بورس احیا و از شرایط رکودی پیشین خارج شد. تا سال ۱۳۸۳ بازار سرمایه به همراه بازار پول تحت نظارت بانک مرکزی قرار داشت با این توضیح که ریاست شورای بورس به‌عنوان یکی از ارکان بورس بر عهده رئیس کل بانک مرکزی بود. (هرچند که رکن دیگری به نام «سازمان کارگزاران» وظیفه نظارتی و اجرایی در بورس را توأمان بر عهده داشت). تا این‌که با تصویب «قانون تنظیم بازار غیرمستقیم پولی» تفکیک بازار پول از بازار سرمایه شکل قانونی پیدا کرد. براساس ماده ۳ قانون مذکور، ریاست شورای بورس بر عهده وزیر امور اقتصادی و دارایی قرار گرفت تا بازار اوراق بهادار از نظارت مستقیم بانک مرکزی خارج شود. نقطه عطف در قوانین بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۸۴ با تصویب قانون بازار اوراق بهادار توسط مجلس شورای اسلامی رخ داد. با تصویب این قانون، شورای عالی بورس و اوراق بهادار به‌عنوان تنظیم‌کننده سیاست‌های کلان بازار سرمایه و سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه تشکیل، و ارکان اجرایی و نظارتی از یکدیگر مجزا شدند. با تصویب این قانون، قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۴۵ منسوخ گردید. به‌عنوان مکملی برای قانون بازار اوراق بهادار و به‌منظور امکان حمایت و اجرایی شدن سیاست‌های اصل ۴۴، «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی» در تاریخ ۲۵ آذر ۱۳۸۸ به تصویب رسید. تصویب این قانون، مسیر انتشار ابزارهای مالی نوین را تسهیل نمود.





الف) نظارت بر بازار سرمایه:

- از جمله مصادیق نظارت شورا بر بازار سرمایه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:
- تعیین سیاست‌های کلی و نظارت عالیه
- پیشنهاد آیین‌نامه‌های لازم برای اجرای قانون جهت تصویب هیئت وزیران
- مقررات‌گذاری
- تصویب ابزارهای مالی جدید
- صدور، تعلیق و لغو مجوز فعالیت
- بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و شرکت‌های تأمین سرمایه
- ب) نظارت بر سازمان بورس و اوراق بهادار
- از جمله مصادیق نظارت شورا بر سازمان می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:
- انتخاب اعضای هیئت‌مدیره سازمان و تعیین رئیس هیئت‌مدیره به پیشنهاد اعضا
- برکناری اعضای هیئت‌مدیره
- تصویب بودجه و صورت‌های مالی سازمان
- انتخاب/حسابرس سازمان و تعیین حق‌الزحمه آن
- تصویب نوع و میزان وصولی‌های سازمان و نظارت بر آن‌ها
- نظارت بر فعالیت‌ها و رسیدگی به شکایات از سازمان
- انتخاب اعضای غیر قضایی هیئت داور و تعیین حق‌الزحمه آنان

بخش دوم

معرفی بازار سرمایه

مطابق قانون بازار اوراق بهادار بازار سرمایه، دارای دو رکن می‌باشد که عبارتند از «شورای عالی بورس و اوراق بهادار» و «سازمان بورس و اوراق بهادار». البته به نظر می‌رسد منظور از ارکان بازار سرمایه، ارکان نظارتی و سیاست‌گذاری بازار بوده است و اشاره‌ای به ارکان اجرایی و عملیاتی بازار نشده است.

✽ ارکان بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران

براساس فصل دوم قانون بازار اوراق بهادار، ارکان بازار اوراق بهادار مرکب از دو رکن «شورای عالی بورس و اوراق بهادار» و «سازمان بورس و اوراق بهادار» است.

✽ شورای عالی بورس و اوراق بهادار

شورای عالی بورس و اوراق بهادار رکن عالی و مرجع سیاست‌گذار بازار سرمایه است. براساس ماده سه، «شورا» بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است و تصویب سیاست‌های کلان بازار سرمایه بر عهده آن گذارده شده است.

شورا از ۱۲ عضو از میان اشخاصی تشکیل شده است که عموماً در بخش‌های دولتی و حاکمیتی مشغول به فعالیت هستند. این افراد عبارتند از:

۱. وزیر امور اقتصادی و دارایی (به‌عنوان رئیس شورا)
 ۲. وزیر بازرگانی
 ۳. رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
 ۴. رؤسای اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران و اتاق تعاون
 ۵. رئیس سازمان (به‌عنوان دبیر شورا)
 ۶. دادستان کل کشور یا معاون وی
 ۷. یک نفر نماینده از طرف قانون‌ها
 ۸. سه نفر خبره مالی منحصرأ از بخش خصوصی با مشورت تشکلات حرفه‌ای بازار اوراق بهادار به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی و تصویب هیئت وزیران
 ۹. یک نفر خبره منحصرأ از بخش خصوصی به پیشنهاد وزیر ذیربط و تصویب هیئت وزیران برای هر بورس کالایی.
- وظایف شورا در ماده ۴ قانون بازار معین شده است. در یک تقسیم‌بندی می‌توان این تکالیف را در دو بخش قرار داد:



✿ سازمان بورس و اوراق بهادار

به موجب ماده ۵ قانون بازار اوراق بهادار، «سازمان، مؤسسه عمومی غیردولتی است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل بوده و از محل کارمزدهای دریافتی و سهمی از حق پذیرش شرکت‌ها در بورس‌ها و سایر درآمدها اداره خواهد شد. منابع لازم برای آغاز فعالیت و راه‌اندازی سازمان یاد شده از محل وجوه امانی شورای بورس نزد سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران تأمین می‌شود.» براساس این ماده قانونی، برای ایجاد سازمان، انجام اموری از قبیل ثبت نزد مراجع قانونی و... نیاز نیست و این سازمان با حکم مستقیم قانون تأسیس شده است و از آن‌جا که مؤسسه‌ای غیردولتی است، بدون استفاده از بودجه عمومی هزینه‌های خود را از محل درآمدهایی هم‌چون کارمزد معاملات و حق پذیرش شرکت‌ها در بورس‌ها تأمین می‌نماید.

✿ وظایف سازمان بورس و اوراق بهادار

وظایف سازمان را به‌طور کلی می‌توان در دو مورد مقررات‌گذاری و نظارت دسته‌بندی کرد:

□ الف) مقررات‌گذاری:

مقررات‌گذاری در بازار سرمایه از اهمیت

فراوانی برخوردار است؛ مقررات‌گذاری گاهی به‌صورت مستقیم توسط سازمان صورت می‌گیرد و گاهی با واسطه شورای بورس یا هیئت وزیران محقق می‌شود. مصادیقی که قانون بازار به‌عنوان اختیارات سازمان در این خصوص برشمرده است عبارتند از:

۱. تهیه آیین‌نامه‌های لازم برای اجرای قانون و پیشنهاد آن به شورا؛

۲. تهیه و تدوین دستورالعمل‌های اجرایی قانون بازار.

لازم به ذکر است اختیار سازمان در مقررات‌گذاری مطلق و بی‌ضابطه نیست بلکه با محدودیت همراه است. تدوین دستورالعمل توسط سازمان و ایجاد تکلیف برای اشخاص تحت نظارت در صورتی امکان‌پذیر است که مغایرتی با قانون نداشته باشد و ایجاد آن تکلیف نیازمند تصریح قانونی نباشد؛ به بیان دیگر، صلاحیت تصمیم‌گیری سازمان تا جایی است که در راستای اجرای وظایفش (از جمله ایجاد بازاری منصفانه و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران) باشد.

□ ب) نظارت: یکی از وظایف هیئت‌مدیره سازمان نظارت بر حسن اجرای قانون بازار و مقررات مربوطه است. اجرای قوانین و مقررات مصوب باید به‌وسیله ضمانت اجراهای مناسب تضمین شود و فرایندی برای نظارت بر آن پیش‌بینی گردد. نظارت بر حسن اجرای قوانین و مقررات مربوط به بازار سرمایه توسط اشخاص تحت نظارت مستلزم دارا بودن ابزارهای کافی است. قانون بازار و قانون توسعه ابزارها این ابزارهای نظارتی را در اختیار سازمان قرار داده است؛ از جمله صدور و لغو مجوز فعالیت، حق درخواست ارائه اطلاعات بازرسی از شخص تحت نظارت و نیز تنبیه انضباطی وی در صورت عدم تطبیق با قوانین و مقررات.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار

رکن عالی و مرجع سیاست‌گذار بازار سرمایه است.

براساس ماده سه، «شورا» بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است

و تصویب سیاست‌های کلان بازار سرمایه بر عهده آن گذارده شده است.





بورس‌ها

بورس، بازاری متشکل است. بازار متشکل در مقابل بازار غیرمتشکل قرار می‌گیرد. معاملات در بازار غیرمتشکل مطابق قواعد آن و بدون حضور و دخالت نهاد مجری یا ناظر صورت می‌گیرد؛ نه عاملین معامله اشخاصی با ویژگی‌های خاص هستند و نه قواعد و الزامات خاصی علاوه بر قواعد عمومی برای انجام معامله وجود دارد. این در حالی است که در بازار متشکل استانداردهای معینی برای انجام معامله وجود دارد و ضوابط و مقررات خاصی برای فعالان بازار طرح‌ریزی شده است که همگان ملزم به رعایت آن هستند. بدین ترتیب، بورس بازاری متشکل و خود انتظام است که «اوراق بهادار» و «کالا» در آن توسط کارگزاران یا معامله‌گران، طبق مقررات، داد و ستد می‌شود. به دلیل متشکل بودن بورس، دادوستد اوراق بهادار و کالا در بازار تنها از سوی کارگزاران و معامله

بخش سوم

تشکل‌های خود انتظام

مطابق بند ۶ ماده ۱ قانون بازار، تشکل خود انتظام تشکلی است که برای حسن انجام وظایفی که به موجب قوانین حاکم بر بازار سرمایه بر عهده دارد و هم‌چنین برای تنظیم فعالیت‌های حرفه‌ای خود و انتظام بخشیدن به روابط میان اعضاء، مجاز است ضوابط و استانداردهای حرفه‌ای و انضباطی را که لازم می‌داند با رعایت قانون وضع و اجرا کند. مشخصه بارز تشکل خود انتظام عضوگیری است و هر تشکل خود انتظام مجموعه‌ای از اشخاص تحت نظارت با ماهیت واحد را در بر می‌گیرد. ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار، مصادیق تشکل‌های خود انتظام را «کانون‌ها»، «بورس‌ها»، «بازارهای خارج از بورس» و «شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه» معرفی می‌نماید.



گرانی قابل انجام است که به موجب ماده ۳۴ قانون بازار مجوز فعالیت در آن بورس را دریافت داشته‌اند.

اگرچه بورس به‌عنوان نهادی خود انتظام وظیفه نظارت بر فعالیت اعضای خود را دارد از سوی دیگر خود به‌عنوان ناشر اوراق بهادار و نیز تشکل خود انتظام در زمره اشخاص تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، محسوب می‌شود و وظایف مهمی در قبال این نهاد نظارتی بر عهده دارد؛ از جمله، بورس باید فهرست تعداد و قیمت اوراق بهادار معامله شده را در روزهای معامله طبق ضوابط مصوب سازمان تهیه کند و به اطلاع عموم برساند (ماده ۳۱ قانون بازار). هم‌چنین بورس‌ها باید اطلاعات جامع فعالیت‌های خود را بر اساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی کشور در اختیار سازمان قرار دهند (ماده ۴۱ قانون بازار). در حال حاضر در کشور ما دو بازار «بورس اوراق بهادار تهران» و

«فرا بورس ایران» برای مبادله اوراق بهادار تأسیس شده‌اند و «بورس کالای ایران» و «بورس انرژی» به مبادله انواع کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا اختصاص یافته‌اند.

الف: بورس اوراق بهادار تهران

بورس اوراق بهادار تهران، به موجب قانون تأسیس بورس اوراق بهادار ۱۳۴۵ در بهمن سال ۱۳۴۶ برای نخستین بار با معاملاتی در خصوص سهام نفت پارس و بانک توسعه صنعت و معدن شروع به فعالیت کرد. با تصویب قانون بازار در سال ۱۳۸۴، بورس اوراق بهادار تهران به موجب بند ۳ ماده ۱ قانون بازار در قالب شرکت سهامی عام در سال ۱۳۸۵ نزد اداره ثبت شرکت‌ها به ثبت رسید. توجه به این نکته لازم است که برخلاف نام این شرکت که محدود به تهران است، سهام و سایر انواع اوراق بهادار شرکت‌های سراسر ایران (و نیز شرکت‌های خارجی مطابق مقررات مربوطه) در صورت دارا بودن شرایط لازم امکان پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران را دارند.

برای این‌که اوراق بهادار شرکت‌ها در بورس قابل معامله باشد باید شرایط معینی داشته باشد و در آن بورس پذیرفته شود. در خصوص بورس اوراق بهادار تهران «دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران» در سال ۱۳۸۶ به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس رسیده است که البته در چند نوبت اصلاح شده است. مطابق این مقررات، متناسب با نوع اوراق بهادار قابل معامله، بورس اوراق بهادار تهران دارای پنج بازار نقد، اوراق مشتقه، تبعی، بدهی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله است. بازار نقد دارای دو بازار اول و بازار دوم جهت

اگرچه بورس به‌عنوان نهادی خود انتظام

وظیفه نظارت بر فعالیت اعضای خود را دارد از سوی دیگر

خود به‌عنوان ناشر اوراق بهادار و نیز تشکل خود انتظام

در زمره اشخاص تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار

محسوب می‌شود و وظایف مهمی در قبال این نهاد نظارتی بر عهده دارد؛

از جمله، بورس باید فهرست تعداد و قیمت اوراق بهادار معامله شده را

در روزهای معامله طبق ضوابط مصوب سازمان تهیه کند

و به اطلاع عموم برساند.

هم‌چنین بورس‌ها باید اطلاعات جامع فعالیت‌های خود را

بر اساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی کشور

در اختیار سازمان قرار دهند.

در حال حاضر در کشور ما دو بازار «بورس اوراق بهادار تهران»

و «فرا بورس ایران» برای مبادله اوراق بهادار تأسیس شده‌اند

و «بورس کالای ایران» و «بورس انرژی» به مبادله انواع کالا

و اوراق بهادار مبتنی بر کالا اختصاص یافته‌اند.



معامله سهام است و در بازار اوراق مشتقه، قراردادهای آتی سهم پذیرش شده و معامله می‌شود. بازار اول خود متشکل از دو تابلوی اصلی و فرعی است. متقاضی پذیرش در بورس در صورت دارا بودن شرایط عمومی و شرایط اختصاصی هریک از بازارهای موردنظر، تقاضای خود را از طریق مشاوران پذیرش به بورس ارائه می‌دهد. پذیرش اوراق بهادار در هریک از بازارهای بورس اوراق بهادار تهران منوط به ثبت آن نزد سازمان است.

■ ب: بورس کالای ایران

بورس کالا همان‌گونه که از نام آن برمی‌آید بازاری نظام‌مند برای فروش کالاهای پذیرفته شده در آن بورس است در این بازار معمولاً مواد خام اولیه هم‌چون انواع فلزات و کالاهای کشاورزی براساس نمونه‌های استاندارد و همگن مورد خرید و فروش قرار می‌گیرند. این بازار برای حل مشکلات موجود در بازارهای سنتی کالا تشکیل گردید و هدف آن رفع نارسایی‌های بازارهای سنتی، عرضه و تقاضای نظام‌مند کالاها و تعیین قیمت براساس این تقابل است.

در قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ اشاره‌ای به بورس‌های کالایی نشده بود در قانون بازار نیز تنها در ماده ۵۸ به صورت گذرا به بورس‌های کالایی اشاره شده و مقرر شده است که دولت، اقدامات لازم برای فعال کردن بورس‌های کالایی و تطبیق آن با این قانون و ارائه راهکارهای قانونی مورد نیاز را به عمل خواهد آورد. ظاهراً این مقرر و نیز نام «قانون بازار اوراق بهادار» حکایت از آن دارد که قانون بازار ناظر بر بورس‌های کالایی نیست اما این دیدگاه به دلایل متعدد قابل پذیرش نیست. از جمله این‌که بند ۹ ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار به بورس‌های کالایی پرداخته و در بند ۵ ماده ۴ همان قانون امکان صدور مجوز انواع بورس‌ها توسط شورا را اعلام کرده است. پذیرش ضمنی امکان فعالیت کارگزار در بورس کالا در ماده ۳۴ این قانون، و تأسیس بورس‌های کالا و انرژی با مجوز شورای عالی بورس حکایت از آن دارد که بورس‌های کالایی نیز هم‌چون بورس‌های اوراق بهادار تابع مقررات قانون بازار هستند و تحت نظارت سازمان و شورا فعالیت می‌کنند. مفاد قانون توسعه ابزارها و قانون برنامه پنجم توسعه نیز حاکی از تأیید این دیدگاه است.

شرکت بورس کالای ایران در قالب شرکت سهامی عام با رعایت مقررات قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۶ تشکیل شد. بورس کالای ایران دارای سه بازار فیزیکی، مشتقه و فرعی است. هریک از بازارهای فیزیکی و مشتقه شامل چند تابلو هستند. تابلوهای معاملات کالای فیزیکی عبارتند از: محصولات فیزیکی، صنعتی، کشاورزی و پتروشیمی و تابلوهای بازار مشتقه عبارتند از: قراردادهای آتی و اختیار معامله.

مزایای خرید و فروش در بورس کالا را به‌طور کلی می‌توان به دو دسته تقسیم کرد که عبارتند از مزایای ساختاری و مزایای مالیاتی.

مزایای ساختاری شامل:

۱. معاملات در بورس کالا، متشکل و سازمان یافته، قانونمند، قابل نظارت، شفاف، عادلانه، رقابتی و کم‌هزینه است.

۲. در بورس کالا، امکان پوشش، توزیع و انتقال ریسک وجود دارد.

۳. در بورس کالا، کیفیت و کمیت کالا و مبلغ معامله و مدت معامله تضمین شده است.

۴. کشف قیمت در بورس کالا از طریق حراج حضوری و به‌صورت شفاف صورت گرفته و با حذف رانت باعث فسادزدایی از بازار معاملات می‌گردد.

۵. پذیرش کالا جهت فروش در بورس کالا منوط به داشتن استانداردهای اجباری برای آن کالا می‌باشد و از این راه کیفیت کالا در بورس تضمین می‌گردد.

۶. در بورس کالا، مبداء کالا مشخص و تضمین شده است.

۷. در مقایسه با تشریفات مناقصات و مزایادات سرعت انجام معاملات در بورس کالا بسیار بالاتر بوده و جریان معاملات از امنیت کامل برخوردار است.

۸. در صورت بروز اختلاف میان طرفین معامله، بورس کالا دارای مراجع اختصاصی بررسی و رسیدگی به دعاوی بوده و سرعت رسیدگی به دعاوی مطرح شده در مقایسه با دادگاه‌های عادی بالاتر است.

۹. با استفاده از ابزارهای مالی مانند قراردادهای سلف و سلف استاندارد و ساز و کار اوراق بهادار مبتنی بر کالا، امکان تامین مالی بنگاه‌ها از این طریق وجود دارد.

۱۰. حذف بخشی از هزینه‌های مرتبط با فروش و بازاریابی باتوجه به‌وجود بازار مستقیم و بدون واسطه در بورس کالا

۱۱. وجود شفافیت در معاملات بورس کالا و حذف هرگونه عاملی که در حوزه فروش، منجر به ایجاد رانت خواهد شد و مزایای مالیاتی شامل:

الف) معادل ده درصد از مالیات بر درآمد حاصل از فروش کالاهایی که در بورس‌های کالایی پذیرفته شده و به فروش می‌رسد، از سال پذیرش تا سالی که از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در این بورس‌ها و یا بازارها حذف نشده‌اند با تأیید سازمان بورس

و اوراق بهادار بخشوده می‌شود.

ب) تمامی درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری در قراردادهای آتی و اوراق سلف استاندارد و درآمدهای حاصل از نقل و انتقال این اوراق یا درآمدهای حاصل از صدور و ابطال آن‌ها از پرداخت مالیات بر درآمد و مالیات بر ارزش افزوده معاف می‌باشد و از بابت نقل و انتقال آن‌ها و صدور و ابطال اوراق بهادار یاد شده مالیاتی مطالبه نخواهد شد.

ج) بر اساس ماده (۱۷) قانون توسعه ابزارها، خرید و فروش کالاهای پذیرفته شده در بورس‌های کالایی، توسط وزارتخانه‌ها و دستگاه‌های دولتی و عمومی و دستگاه‌های اجرایی نیاز به برگزاری مناقصه یا مزایده و تشریفات مربوط به آن‌ها ندارد.

د) بر اساس ماده (۱۸) قانون توسعه ابزارها، دولت مکلف است کالای پذیرفته شده در بورس را از نظام قیمت گذاری خارج نماید.

ح: بورس انرژی

در بورس کالا به عنوان بازاری نظام مند، انواع کالاها از جمله کالاهای کشاورزی، فلزات و حامل‌های انرژی هم چون برق نفت و گاز قابل معامله هستند. نظر به این که تخصصی نمودن بورس‌ها بر اساس نوع کالای موضوع مبادله می‌تواند به کارایی آن‌ها کمک نماید و از طرفی حامل‌های انرژی عموماً جزء کالاهای مهم و راهبردی کشور هستند و مبادلات آن‌ها از حساسیت فراوانی برخوردار است، با توجه به ظرفیت و زیرساخت‌های مناسبی که در کشور ما به عنوان یکی از تولیدکنندگان مهم نفت و گاز در جهان وجود دارد ایده تأسیس بورسی مجزا برای انجام معاملات حامل‌های انرژی به ویژه نفت در کشور شکل گرفت.

بورس انرژی ایران، به عنوان یک بورس کالایی، تشکیلی خودانتظام است که امکان انجام معاملات حامل‌های انرژی (شامل نفت، گاز، برق و سایر حامل‌های انرژی) و اوراق بهادار مبتنی بر کالاهای مذکور در آن

وجود دارد. در بورس انرژی ایران نیز مشابه سایر بورس‌ها، تعداد زیادی خریدار و فروشنده حضور داشته که با انجام داد و ستد در فضایی رقابتی، دستیابی به قیمت‌های تعادلی حامل‌های انرژی را میسر می‌سازند.

بورس انرژی ایران دارای سه بازار فیزیکی، مشتقه و فرعی می‌باشد. در بازار فیزیکی، کالاهای پذیرفته شده در بورس و در بازار مشتقه، اوراق بهادار مبتنی بر کالاهای پذیرفته شده در بورس مورد معامله قرار می‌گیرند. کالاهایی که در بازار فیزیکی و مشتقه قابل معامله نباشند، در بازار فرعی قابلیت معامله دارند. بازار فیزیکی خود شامل سه تابلوی برق، نفت و گاز و تابلوی سایر حامل‌های انرژی و بازار مشتقه شامل سه تابلوی قرارداد سلف موازی استاندارد، قرارداد آتی و قرارداد اختیار معامله می‌باشد. هم چنین هر یک از تابلوها دارای دو رینگ داخلی و بین‌المللی هستند. در بازار فیزیکی معاملات در قالب قراردادهای نقدی، نسیه، سلف، کشف پرمیوم انجام می‌پذیرند و قراردادهای آتی، اختیار معامله و سلف موازی استاندارد و... نیز قابلیت معامله در بازار مشتقه را دارا می‌باشند.

در بورس انرژی ایران معاملات در بازار فیزیکی بسته به تعداد عرضه‌کنندگان در یک نماد معاملاتی و شرایط عرضه به سه روش حراج حضوری، معاملات تمام الکترونیکی و عرضه یکجا انجام می‌پذیرد. معاملات در بازار مشتقه نیز به صورت تمام الکترونیکی انجام می‌پذیرد.

بورس انرژی ایران دارای سه بازار فیزیکی، مشتقه و فرعی می‌باشد.

در بازار فیزیکی، کالاهای پذیرفته شده در بورس

و در بازار مشتقه، اوراق بهادار مبتنی بر کالاهای پذیرفته شده در بورس

مورد معامله قرار می‌گیرند.

کالاهایی که در بازار فیزیکی و مشتقه قابل معامله نباشند

در بازار فرعی قابلیت معامله دارند. بازار فیزیکی خود

شامل سه تابلوی برق، نفت و گاز و تابلوی سایر حامل‌های انرژی

و بازار مشتقه شامل سه تابلوی قرارداد سلف موازی

استاندارد، قرارداد آتی و قرارداد اختیار معامله می‌باشد.



بازارهای خارج از بورس

بازارهای خارج از بورس نیز هم چون بورس، بازارهای تحت نظارت هستند و تنها با مجوز شورای عالی بورس و با ثبت نزد سازمان تشکیل می‌شوند. با وجود این، فعالیت در این بازارها و نظارت بر آن‌ها تابع نظامات ساده‌تری است تا نیازهای سرمایه‌گذاران و بازار به شکل مناسبی پاسخ داده شود. به عبارت دیگر، هنگامی که واژه بورس به کار می‌رود، مقصود بازاری متشکل و کاملاً تحت نظارت است اما نیازهای موجود در بازار بیش از آن است که بتوان با یک نوع بازار متشکل و تحت کنترل به آن‌ها پاسخ داد. بدین لحاظ وجود بازارهای دیگری غیر از بورس، ضروری



است. بازارهایی که از مقررات ساده‌تری برخوردارند و در عوض حمایت‌ها و مزایای کمتری را برای سرمایه‌گذاران و ناشران در بر دارند. از آن‌جا که شرایط پذیرش اوراق بهادار در بازارهای خارج از بورس، ساده‌تر از بورس‌ها است، اوراق بهادار پذیرفته شده در بازارهای خارج از بورس، دارای ریسک بیشتر و شفافیت کمتری است. از مهم‌ترین معیارها برای تفکیک بورس از بازار خارج از بورس، روش انجام معامله است. در حالی که معاملات در بورس‌ها بر مبنای ساز و کار حراج انجام می‌گیرد معامله در بازارهای خارج از بورس مبتنی بر مذاکره است.

در ایران وجود بازار خارج از بورس، محل مناقشه است. بعضی فرابورس را مصداق بازار خارج از بورس می‌دانند و عده‌ای با توجه به فقدان برخی خصوصیات (از جمله فقدان معامله بر مبنای مذاکره)، فرابورس را از انواع بورس می‌شمارند. به نظر می‌رسد با توجه به ساده‌تر بودن شرایط پذیرش اوراق بهادار در فرابورس نسبت به بورس اوراق بهادار تهران، می‌توان فرابورس را از مصادیق بازارهای خارج از بورس دانست.

❁ فرابورس ایران

شرکت فرابورس ایران با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۷ به ثبت رسید و پس از تصویب مقررات و ایجاد زیرساخت‌های لازم در سال ۱۳۸۸ فعالیت خود، جهت انجام معاملات اوراق بهادار را آغاز کرد. مطابق مصوبه شورای عالی بورس «شرکت فرابورس ایران بازاری متشکل و خود انتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. لذا کلیه معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران در حکم معاملات بورس اوراق بهادار بوده و آثار مربوط به معاملات بورس اوراق بهادار (موضوع بند ۳ ماده ۱ قانون بازار) بر معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مترتب می‌باشد.» تفاوت اصلی بازار بورس با فرابورس در الزامات مربوط به پذیرش و معاملات اوراق بهادار است. فرابورس با هدف فراهم آوردن امکان پذیرش شرکت‌هایی ایجاد شد که شرایط پذیرش در بورس را ندارند. در واقع پذیرش در بورس مستلزم رعایت شرایطی هم چون سابقه فعالیت، سودآوری و درصد مناسبی از میزان سهام شناور آزاد است و بدین ترتیب، شرکت‌هایی که فاقد این شرایط هستند می‌توانند با پذیرش در فرابورس، زمینه‌های لازم جهت پذیرش در بورس را فراهم آورند.

در حال حاضر این شرکت دارای ۶ بازار شامل بازار اول، بازار دوم، بازار سوم، بازار پایه، بازار دارایی فکری و بازار شرکت‌های کوچک و متوسط (SME) می‌باشد. متقاضی پذیرش در صورت دارا بودن شرایط باید تقاضای پذیرش خود را در یکی از این بازارها به فرابورس ارائه نماید.

❁ شرکت سپرده‌گذاری مرکزی

در نتیجه معامله ورقه بهادار، خریدار مالک اوراق و فروشنده مالک وجوه می‌شود. فرآیند مبادله وجوه و اوراق به این ترتیب است که با اعلام خبر انجام معامله در بورس توسط کارگزاری، انتقال مالکیت اوراق به صورت الکترونیک و در سامانه مرکزی بدون نیاز به انجام فعلی از سوی خریدار و فروشنده یا کارگزاران ایشان انجام می‌شود و ضمن تسهیل، تسریع و کاهش هزینه مبادله اوراق بهادار خطراتی هم چون جعل یا مفقود

شدن اوراق منتفی می‌گردند. پرداخت وجه و اوراق بهادار نیز با دخالت شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به شیوه‌ای اطمینان‌بخش صورت می‌گیرد. به علاوه سیستم مذکور در ایجاد سامانه منسجم اطلاعات جهت شفاف‌سازی و ارتقای کارایی بازار مؤثر است. با توجه به مصوبه هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تنها اوراق بهاداری قابل معامله در بورس یا فرابورس هستند که نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی سپرده باشند.

طبق بند ۷ ماده ۱ قانون بازار، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، شرکتی است که امور مربوط به ثبت، نگهداری، انتقال مالکیت اوراق بهادار و تسویه وجوه را انجام می‌دهد. در ایران شرکت سپرده‌گذاری مرکزی پس از تصویب قانون بازار در سال ۱۳۸۴ در قالب شرکت سهامی عام در مرجع ثبت شرکت‌ها به ثبت رسید و تشکیل شد. این شرکت از یک سو و به موجب ماده ۳۰ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار از مصادیق تشکلهای خود انتظام محسوب می‌شود و از سوی دیگر وفق ماده ۴ همین آیین‌نامه در زمره نهادهای مالی قرار می‌گیرد. این شرکت، تشکلی خود انتظام است، زیرا دارای مجموعه‌ای از اعضاء است و برای اطمینان از صحت ایفای تعهدات توسط این اعضاء اقدام به مقررات‌گذاری برای آن‌ها می‌نماید. از جمله اعضای هر شرکت سپرده‌گذاری مجموعه کارگزاریانی هستند که امکان انجام تسویه وجه و مبادله اوراق بهادار در آن شرکت سپرده‌گذاری را دارند. ناشرانی که اطلاعات مالکیت اوراق بهادار آن‌ها در شرکت سپرده‌گذاری ثبت شده است نیز جزء اعضای این شرکت محسوب می‌شوند. هم‌چنین این شرکت نهادی مالی است زیرا واسطه میان سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه است و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه با واسطه این نهاد میسر است. از این رو این شرکت هم‌زمان ملزم به رعایت مقررات مرتبط با تشکلهای خود انتظام و نهادهای مالی است.

کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، تشکل خود انتظام و دارای شخصیت حقوقی و استقلال مالی است که با هدف ارتقاء کارایی و تعمیق بازار اوراق بهادار، توسعه همکاری‌های حرفه‌ای بین اعضاء و تنظیم روابط میان آن‌ها (ماده ۷ اساس‌نامه کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران) به شکل غیر دولتی، غیر تجاری، غیر انتفاعی و غیر سیاسی در اجرای ماده ۵۳ قانون بازار تشکیل شده است. در قوانین و مقررات موجود، تعریفی از کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران ارائه نشده است اما ماده ۶ اساس‌نامه این کانون اعضاء آن را نهادهای مالی مشمول ثبت نزد سازمان شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های هلدینگ، شرکت‌های تأمین سرمایه، انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله صندوق‌های بازنشتی و دیگر نهادهای سرمایه‌گذاری برشمرده است. بنابراین کانون نهادهای سرمایه‌گذاری در برگزیده نهادهای مالی است. با وجود این کارگزاران به علت سابقه گسترده و اهمیت فعالیت و نیز شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت به جهت اقتضائات خاص واگذاری سهام عدالت در بازار سرمایه، دارای کانون‌های جداگانه هستند.

ج: کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت

در پی تصویب قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی اجتماعی و فرهنگی و اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و به منظور پیگیری فرایند خصوصی‌سازی در کشور، دولت واگذاری تا ۴۰ درصد از مجموع ارزش سهام بنگاه‌های قابل واگذاری موضوع ماده ۲ این قانون به دهک‌های مذکور در بندهای (الف) و (ب) ماده ۳۴، تحت عنوان سهام عدالت را آغاز نمود. مشمولین دریافت سهام عدالت به صورت مستقیم، سهام شرکت‌های موضوع واگذاری را دریافت نمی‌کنند، بلکه در قالب شرکت‌های تعاونی شهرستانی سازماندهی می‌شوند و سهام این شرکت‌ها را دریافت می‌کنند. شرکت‌های اخیر نیز خود مالکیتی بر سهام شرکت‌های موضوع واگذاری ندارند و مالک سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت هستند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت که از مصادیق نهادهای مالی مقرر در بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار و نهاد مالی محسوب می‌شوند به طور مستقیم مالک سهام شرکت‌های موضوع واگذاری توسط دولت هستند. فعالیت این شرکت‌ها هم چون سایر نهادهای مالی مستلزم کسب مجوز و فعالیت تحت نظر سازمان بورس و اوراق بهادار است. کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت با هدف ارتقای کارایی بازار اوراق بهادار، تنظیم روابط اعضاء و توسعه همکاری آنان تشکیل شده است (ماده ۱۷ اساس‌نامه کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت) و اعضاء آن‌ها را شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی موضوع ماده ۳۵ قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه تشکیل می‌دهد (ماده ۱۶ اساس‌نامه کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت).

کانون‌ها از مصادیق تشکل‌های خود انتظام هستند. وظیفه اصلی کانون‌ها در عین حال که خود تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت می‌نمایند، تنظیم روابط اشخاص فعال در بازار اوراق بهادار است. دیگر وظیفه کانون‌ها تلاش در ایجاد سازش هنگام بروز اختلاف میان اعضاء با یکدیگر یا با دیگر اشخاص است. نهاد مذکور در صورت عدم موفقیت در اختلاف پیش آمده، با صدور گواهی عدم امکان سازش، طرفین را برای حل و فصل اختلافات به هیئت داوری ارجاع می‌دهد. (ماده ۳۶ قانون بازار)

بند ۵ ماده ۱ قانون بازار، مصادیق کانون‌ها را به صورت تمثیلی بر شمرده است که عبارتند از: کانون کارگزاران، معامله‌گران، بازارگردانان، مشاوران، ناشران و سرمایه‌گذاران. با وجود این، در حال حاضر کانون‌های فعال در بازار سرمایه ایران شامل کانون کارگزاران، کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، و کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام عدالت هستند.

الف: کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار
کانون کارگزاران از سال ۱۳۸۶ با اخذ مجوز از سازمان با هدف کمک به ایجاد بازار سرمایه‌ای کارا و رقابتی، تنظیم روابط میان اعضاء، ارتقای سطح علمی آنان و بهبود کیفیت خدمات ارائه شده توسط اعضاء (ماده ۶ اساس‌نامه کانون کارگزاران) تشکیل گردید. اعضاء این کانون اشخاص حقوقی هستند که مجوز فعالیت کارگزاری، کارگزار / معامله‌گری یا بازارگردانی را از سازمان دریافت نموده‌اند. متقاضی عضویت در کانون با ارائه مجوز تأسیس و فعالیت و سایر مدارک لازم، درخواست عضویت در کانون می‌نماید و در صورت تکمیل بودن اطلاعات متقاضی، کانون ملزم به پذیرش عضویت است.





❁ شرکت‌های کارگزاری

در بازار سرمایه خریداران و فروشندگان نمی‌توانند به صورت مستقیم با یکدیگر مواجه شوند و خرید و فروش اوراق بهادار و کالا صرفاً از طریق کارگزار صحیح است؛ بنابراین کارگزار واسطه بین خریدار و فروشنده اوراق بهادار است و به عنوان نماینده مشتری و به حساب وی در مقابل دریافت کارمزد خرید و فروش اوراق بهادار و کالا می‌پردازد.

کارگزاران یکی از مهم‌ترین مصادیق نهادهای مالی و حلقه اتصال میان مشتری و بازار هستند و تنها راه ورود سرمایه‌گذار به معاملات بورسی استفاده از کارگزار است. نقش اصلی کارگزاران در وهله اول خرید و فروش اوراق بهادار است و در این راستا تلاش می‌کنند با رعایت مصلحت مشتری سفارش‌های خرید و فروش ایشان را به بهترین قیمت ممکن اجرا نمایند؛ به نحوی که اوراق بهادار را برای مشتریان خود با کمترین قیمت خریداری کنند و با بیشترین قیمت به فروش برسانند. با توجه به مزایای اساسی حضور کارگزاران در بازار مالی انجام معاملات در تمامی بورس‌های دنیا علی‌الاصول از طریق کارگزاران انجام می‌شود و اصطلاحاً بورس‌ها کارگزار محور هستند، لذا در هیچ بورسی امکان معامله مستقل برای خریداران و فروشندگان وجود ندارد و معاملات باید الزاماً از طریق کارگزاران محقق شوند.

قانون بازار اوراق بهادار در بند ۱۳ ماده یک کارگزار را شخص حقوقی دانسته است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها معامله می‌کند بدین ترتیب در معاملات اوراق بهادار و کالا مشتری متعهد می‌شود اجرت معینی را به کارگزار پرداخت کند و در مقابل، کارگزار به انجام سفارش مشتری متعهد می‌گردد.

در حال حاضر ۱۰۸ شرکت سهامی خاص، مجوز کارگزاری در بازار سرمایه (اعم از بورس، فرابورس، بورس کالا و بورس انرژی) را از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت کرده و مشغول به ارائه خدمات کارگزاری (هم

بخش چهارم

نهادهای مالی در بازار سرمایه

نهادهای مالی، یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه محسوب می‌شوند و به سرمایه‌گذاران و مشتریان خود طیف وسیعی از خدمات را ارائه می‌نمایند. نهادهای مالی در بازار سرمایه، طیف متنوعی از شرکت‌های تأمین سرمایه، کارگزاری‌ها، سبدگردان‌ها صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مانند آن‌ها را در برمی‌گیرد. در این بخش، مطالبی در خصوص نهادهای مالی در بازار سرمایه ارائه شده و برخی از ابعاد آن‌ها مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

❁ شرکت‌های تأمین سرمایه

شرکت‌های تأمین سرمایه (که در ادبیات متعارف مالی به بانک‌های سرمایه‌گذاری شناخته می‌شوند) از جمله نهادهای مالی موضوع بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار هستند که مجموعه‌ای از خدمات مالی متنوع را در بازار سرمایه ارائه می‌دهند. بانکداری سرمایه‌گذاری فعالیتی مالی و غیربانکی است که به جهت تأمین سرمایه در شرکت‌های نیازمند سرمایه به منظور کمک به آنان در تأمین مالی طرح‌ها به بانکداری شبیه می‌شود. شرکت تأمین سرمایه کامل‌ترین نوع نهاد مالی است؛ بدین معنا که قادر است مجموعه خدماتی را ارائه دهد که سایر نهادهای مالی ارائه می‌دهند.

موضوع فعالیت اصلی شرکت تأمین سرمایه در ایران انجام امور پذیره‌نویسی، تعهد پذیره‌نویسی و تعهد خرید اوراق بهادار در عرضه‌های ثانویه می‌باشد. هم‌چنین موضوعات فعالیت شرکت عبارت است از ارائه مشاوره بازاریابی و مدیریت فرآیند واگذاری اوراق بهادار ارائه خدمات مربوط به طراحی و انتشار ابزارهای مالی برای شرکت‌ها، ارائه خدمات مدیریت دارایی‌ها، ارائه خدمات مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اداره صندوق‌های مزبور و سرمایه‌گذاری در آن‌ها.

تأسیس شرکت‌های تأمین سرمایه بر خلاف سایر نهادهای مالی که مستلزم اخذ مجوز از سازمان بورس هستند، نیازمند کسب مجوز از شورای عالی بورس است که این امر نشان‌دهنده کارکرد مهم این نهاد مالی در بازار سرمایه است.

حداقل سرمایه لازم برای تأسیس شرکت تأمین سرمایه در قالب شرکت سهامی خاص ۲۰۰۰ میلیارد ریال است. در حال حاضر ۹ شرکت تأمین سرمایه در بازار سرمایه مشغول به فعالیت می‌باشند.





حضور و هم به صورت آنلاین) به مشتریان می‌باشند.

❁ شرکت سبدگردان

سرمایه‌گذاران متناسب با امکانات خود دو راه مستقیم و غیرمستقیم برای ورود به بازار اوراق بهادار در اختیار دارند. در روش مستقیم سرمایه‌گذار شخصا به بررسی و جمع‌آوری داده‌ها در بازار سرمایه می‌پردازد و حداکثر با استفاده از مشورت نهادهای مالی مربوطه اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نماید؛ در حالی که در روش غیرمستقیم این امر توسط متخصصان امر صورت می‌گیرد و با ریسک و هزینه کمتر و انجام تحلیل‌های مالی و خرید و فروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاران اقدام می‌شود. اگر شخصی بخواهد اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار در بازار سرمایه نماید باید اطلاعات قابل توجهی در این خصوص داشته باشد. به علاوه، در صورت خرید اوراق بهادار خاصی باید به طور مرتب وضعیت بازار را کنترل

کارگزاران یکی از مهم‌ترین مصادیق نهادهای مالی و حلقه اتصال میان مشتری و بازار هستند و تنها راه ورود سرمایه‌گذار به معاملات بورسی استفاده از کارگزار است. نقش اصلی کارگزاران در وهله اول خرید و فروش اوراق بهادار است و در این راستا تلاش می‌کنند با رعایت مصلحت مشتری سفارش‌های خرید و فروش ایشان را به بهترین قیمت ممکن اجرا نمایند؛ به نحوی که اوراق بهادار را برای مشتریان خود با کمترین قیمت خریداری کنند و با بیشترین قیمت به فروش برسانند.



کند تا بتواند به موقع سهم مزبور را به فروش برساند و احتمالاً سهامی دیگر خریداری نماید این امور مستلزم صرف وقت و هزینه بسیار است و با این همه نیز سرمایه‌گذار هم‌چنان در معرض خطرات مختلف است.

مطابق بند ۱۷ ماده یک قانون بازار، سبذگردان شخص حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص و به منظور کسب انتفاع به خرید و فروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار می‌پردازد. منظور از سبذ مجموعه دارایی‌های مالی است که از محل وجوه سرمایه‌گذاران خریداری می‌شود.

سبذگردان سهام با استفاده از مدیریت تخصصی موجب بهبود مدیریت سبذ اوراق بهادار می‌گردد. از این بابت هر ابزار مالی که خود سبذ و چکیده مجموعه‌ای از انواع اوراق بهادار باشد با ریسک کمتری مواجه است و سرمایه بیشتری را جذب خواهد نمود به‌ویژه زمانی که این سبذ توسط خبرگان و کارشناسان بازار سرمایه اداره شود. سبذگردان شرکت سهامی خاص است که مجوزهای لازم را از سازمان بورس به منظور انجام فعالیت سبذگردانی کسب کرده است.

قرارداد سبذگردانی را می‌توان یک عقد خاص در نظر گرفت که در آن جوهره ارائه مشاوره و وکالت در عمل به مشاوره ملاحظه می‌شود. براساس این قرارداد سبذگردان به وکالت از سرمایه‌گذار سفارش‌های خرید و فروش اوراق بهادار را به کارگزار در صورتی که خود دارای مجوز کارگزاری نباشد ارائه می‌نماید و معاملات در کد سبذگردانی سرمایه‌گذار محقق می‌شود.

سازمان بورس مقررات خاصی برای سبذگردانی وضع نموده است و سبذگردان و مشتری بر مبنای این قرارداد با یکدیگر تراضی می‌نمایند. با توجه به جوهره وکالتی موجود در قرارداد سبذگردانی این عقد را باید در زمره عقود جایز طبقه‌بندی کرد. سبذگردان بر مبنای اسم اعطایی از جانب مشتری، دارایی وی را اداره می‌نماید و

مشتری هر زمان بخواهد می‌تواند خود اداره اموال خویش را به‌دست گیرد. بر همین اساس ماده ۲۴ قرارداد نمونه سبذگردانی نیز امکان فسخ قرارداد را که از ویژگی‌های عقود جایز است برای هر دو طرف عقد به رسمیت می‌شناسد.

در حال حاضر ۱۵ شرکت، مجوز سبذگردانی را از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت کرده و مشغول فعالیت می‌باشند. فعالیت اصلی برخی از این شرکت‌ها، ارائه خدمات کارگزاری است که با دریافت مجوز سبذگردانی، به انعقاد قرارداد سبذگردانی با مشتریان نیز مبادرت می‌کنند.

❁ صندوق سرمایه‌گذاری

یکی دیگر از روش‌های سرمایه‌گذاری غیر مستقیم، سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری است. تفاوت صندوق سرمایه‌گذاری با سبذگردان در میزان آورده‌ای است که شخص، قصد سرمایه‌گذاری آن را دارد. از آن‌جا که در سبذگردانی، دارایی سرمایه‌گذار باید به اندازه‌ای باشد که بتوان



با آن سبد اختصاصی تشکیل داد، حداقل سرمایه لازم، مبلغ قابل توجهی خواهد بود؛ برای مثال برخی از شرکت‌های سبذگردانی حداقل لازم برای انعقاد قرارداد سبذگردانی را پنج میلیارد ریال و برخی ده میلیارد ریال اعلام کرده‌اند. از اینرو نهاد مالی دیگری با عنوان «صندوق سرمایه‌گذاری» ایجاد شده است تا سرمایه‌گذاران با آورده‌های کم نیز امکان ورود به بازار سرمایه را داشته باشند. «صندوق سرمایه‌گذاری» نهاد مالی‌ای است که با وجوه دریافت شده از سرمایه‌گذاران در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری نموده و در مقابل واحدهای سرمایه‌گذاری خود را به ایشان واگذار می‌نماید. هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق، سند مالکیت مشاعی از مجموع دارایی‌های صندوق به نسبت آورده سرمایه‌گذار از مجموع آورده سرمایه‌گذاران است. صندوق‌ها دارای دو سند اساسی به نام «اساس‌نامه» و «امیدنامه» هستند. این دو سند، در رابطه صندوق با سازمان به منزله مقررات و در رابطه صندوق با سرمایه‌گذاران به منزله توافق‌نامه است. صندوق‌ها مکلفند مطابق اساس‌نامه و امیدنامه عمل کنند و تخطی از مفاد آن، تخلف محسوب می‌شود. در امیدنامه اطلاعات جامعی در خصوص ویژگی‌های اوراق مد نظر جهت سرمایه‌گذاری، مخاطرات و ریسک‌های صندوق، حق الزحمه‌ها و هزینه‌ها ذکر می‌گردد و سرمایه‌گذاران می‌توانند با مطالعه آن در خصوص کارایی صندوق و سرمایه‌گذاری در آن تصمیم‌گیری کنند. صندوق سرمایه‌گذاری به جهت ماهیت خاص و تخصصی خود برخلاف شرکت‌های سنتی و متعارف با مدیریت برون سازمانی اداره می‌شود و متکی به خدمات اشخاص ثالث است.

اشخاص ثالث مرتبط با صندوق را اصطلاحاً ارکان صندوق می‌نامند. ارکان صندوق عبارتند از مجمع عمومی، مدیر، مدیر ثبت، متولی، حسابرس و ضامن.

مجمع عمومی صندوق، بالاترین رکن صندوق است و تمامی اختیارات لازم در نصب و عزل ارکان صندوق و تصمیم‌گیری برای انحلال یا تغییر در اساس‌نامه و امیدنامه را داراست. مدیر صندوق، نماینده صندوق در برابر اشخاص ثالث محسوب می‌شود و مسئولیت تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری‌های صندوق را بر عهده دارد. متولی و حسابرس صندوق، ارکان نظارتی صندوق‌اند که برای اطمینان از رعایت حقوق سرمایه‌گذاران بر اجرای مفاد اساس‌نامه و امیدنامه نظارت می‌کنند.

ضامن صندوق، رکنی اختیاری است که ممکن است در برخی صندوق‌ها پیش‌بینی شود. ضامن صندوق، نقذشوندگی صندوق را تضمین می‌کند به عبارتی چنان‌که صندوق برای انجام پرداخت‌های خود، وجوه نقد کافی نداشته باشد باید کسری وجوه را به ضامن اطلاع دهد تا وی در موعد تعیین شده مبلغ مربوط را به حساب صندوق واریز کند.

به‌طور خلاصه می‌توان گفت صندوق سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک‌اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نوع ممکن است وجوه جمع‌آوری شده را در انواع اوراق بهادار با درآمد ثابت، سهام و حق تقدم سهام، پروژه ساختمانی، طلا، ارز و... که مشخصات آن‌ها در امیدنامه صندوق ذکر شده است سرمایه‌گذاری کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند قابلیت معامله در بورس را داشته باشند یا مبتنی بر صدور و ابطال باشند.

در حال حاضر ۲۱۴ صندوق فعال در بازار سرمایه وجود دارد

که انواع این صندوق‌ها برحسب نوع سرمایه‌گذاری وجوه جمع‌آوری شده عبارتند از: صندوق سرمایه‌گذاری در پروژه، صندوق اختصاصی بازارگردانی، صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مبتنی بر سپرده کالایی، صندوق سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق سرمایه‌گذاری در زمین و ساختمان، صندوق سرمایه‌گذاری مختلط.



در حال حاضر ۲۱۴ صندوق فعال در بازار سرمایه وجود دارد که انواع این صندوق‌ها برحسب نوع سرمایه‌گذاری وجوه جمع‌آوری شده عبارتند از: صندوق سرمایه‌گذاری در پروژه، صندوق اختصاصی بازارگردانی، صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه، صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مبتنی بر سپرده کالایی، صندوق سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق سرمایه‌گذاری در زمین و ساختمان، صندوق سرمایه‌گذاری مختلط.

شرکت سرمایه‌گذاری

شرکت سرمایه‌گذاری از دیگر نهادهای مالی‌ای است که برای ورود غیرمستقیم به بازار سرمایه ایجاد شده است. تفاوت «شرکت سرمایه‌گذاری» با «صندوق



سرمایه‌گذاری» در ماهیت و کارکرد آن است. همان‌گونه که بیان شد صندوق‌های سرمایه‌گذاری متکی به اشخاص ثالث یا همان ارکان خود هستند در حالی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تشکیلات اداری گسترده داشته و همانند دیگر شرکت‌ها عمل می‌کنند. این شرکت‌ها اقدام به خرید و فروش سهام خود نمی‌کنند، در حالی که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر، صندوق اقدام به صدور و ابطال واحد سرمایه‌گذاری خود می‌نماید. به علاوه، قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری برخلاف صندوق که بر مبنای خالص ارزش روزانه محاسبه می‌گردد در بازار معین می‌شود. هم‌چنین برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری که معمولاً عمر محدودی دارند شرکت‌های سرمایه‌گذاری نوعاً از نظر زمانی به‌طور نامحدود تأسیس می‌شوند. شرکت سرمایه‌گذاری در قالب شرکت سهامی خاص و سهامی عام به گردآوری سرمایه‌های اشخاص با هدف سرمایه‌گذاری بهینه در سایر شرکت‌ها و اوراق بهادار می‌پردازد. این نهاد مالی در دستیابی به هدف مذکور ضمن تنوع‌بخشی به سرمایه‌گذاری‌های خود از قدرت تجزیه و تحلیل و ارزیابی کارشناسان و افراد متخصص استفاده می‌نماید؛ بدین ترتیب سرمایه‌گذاران از طریق شرکت سرمایه‌گذاری به‌طور غیرمستقیم به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌پردازند. شرکت سرمایه‌گذاری از یک سو به جمع‌آوری سرمایه‌های خرد کمک می‌نماید و از سوی دیگر با تخصیص بهینه منابع مالی، و جوه مورد نیاز شرکت‌های دیگر را تأمین می‌کند. از دیگر نقش‌های شرکت سرمایه‌گذاری می‌توان به تأمین سرمایه برای بازار اولیه، امکان سرمایه‌گذاری آسان به‌طور غیرمستقیم، سهولت معاملات بازار ثانویه و دسترسی سریع به بازار سرمایه اشاره کرد. با توجه به این‌که شرکت‌های سرمایه‌گذاری به خرید سهام شرکت‌های مختلف و اوراق بهادار متنوعی مبادرت می‌ورزند، ارزش سهام آن‌ها متأثر از ارزش یک نوع ورقه بهادار نخواهد بود.

مزیت دیگر شرکت‌های سرمایه‌گذاری این است که این شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سهام شرکت‌ها با استفاده از افراد متخصص به جمع‌آوری اطلاعات پرداخته و پس از تجزیه و تحلیل کارشناسانه اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند، در حالی که اگر شخصی بخواهد مستقیماً اقدام به سرمایه‌گذاری نماید باید از کارشناسی و اطلاعات و راهنمایی نهادهایی هم‌چون شرکت مشاور سرمایه‌گذاری بهره‌برد که در عمل برای سرمایه‌گذار خرد به لحاظ اقتصادی مقرون به صرفه نخواهد بود.

بر مبنای بند ۲۱ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار شرکت سرمایه‌گذاری از مصادیق نهادهای مالی می‌باشد که حرفه اصلی و در واقع موضوع اصلی فعالیت آن در اساس‌نامه آن، سرمایه‌گذاری در سهام، سهم‌الشرکه، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها یا سایر اوراق بهادار دارای حق رای شرکت‌ها، مؤسسات یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری با هدف کسب انتفاع بدون کسب کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه در شرکت، مؤسسه یا صندوق سرمایه‌گذاری سرمایه‌پذیر در چارچوب قوانین و مقررات است.

در حال حاضر ۱۰۸ شرکت فعال به‌عنوان شرکت سرمایه‌گذاری تحت نظارت «سازمان بورس و اوراق بهادار» می‌باشند که در دو قالب شرکت سهامی خاص و شرکت سهامی عام مشغول به فعالیت می‌باشند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی خاص به‌عنوان نهاد مالی موضوع نظارت «سازمان بورس و اوراق بهادار» می‌باشند

و شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی عام از دو جنبه نهاد مالی و ناشر اوراق بهادار تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار دارند.

❁ شرکت مادر (هلدینگ)

شرکت مادر شرکتی است که با هدف کسب سود به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر در حوزه معین می‌پردازد به‌گونه‌ای که مدیریت و کنترل آن شرکت‌ها را به‌دست می‌گیرد. تفاوت شرکت مذکور با شرکت سرمایه‌گذاری آن است که شرکت هلدینگ کنترل سیاست‌های راهبردی شرکت‌های زیرمجموعه را در اختیار می‌گیرد، در حالی که شرکت سرمایه‌گذاری بدون داشتن کنترل در شرکت‌های سرمایه‌پذیر نفوذ قابل ملاحظه دارد.

بر خلاف شرکت سرمایه‌گذاری که قانونگذار به تعریف و ویژگی‌های آن نپرداخته است بند ۲۲ ماده یک قانون بازار به تعریف شرکت هلدینگ می‌پردازد و آن را شرکتی می‌داند که با سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه‌پذیر جهت کسب انتفاع آن قدر حق رای کسب می‌کند که برای کنترل عملیات شرکت، هیئت‌مدیره را انتخاب کند و یا در انتخاب اعضای هیئت‌مدیره مؤثر باشد. با تشکیل شرکت هلدینگ مدیریت واحد و منسجمی برای مجموعه‌ای از شرکت‌ها در زمینه‌ای خاص ایجاد شده است و این امر سبب تخصص‌گرایی و کاهش ریسک شرکت‌های زیرمجموعه و نیز کاهش هزینه‌های بنگاه‌داری می‌شود شرکت هلدینگ با سیاست‌گذاری در شرکت زیرمجموعه و حضور مستمر و مشارکت در مدیریت آن‌ها به رشد و توسعه آن شرکت‌ها کمک می‌نماید و برخلاف شرکت سرمایه‌گذاری که با سادگی بیشتری سبد سهام خود را تغییر می‌دهد در جهت رفع موانع و افزایش سودآوری شرکت فعالیت می‌نماید.

مطابق مصوبه مورخ ۹۱/۰۶/۲۵ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار



حداقل سرمایه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مادر (هلدینگ) مبلغ یکصد میلیارد ریال تعیین شده است. در حال حاضر ۸۴ شرکت فعال به‌عنوان شرکت هلدینگ تحت نظارت «سازمان بورس و اوراق بهادار» هستند که در دو قالب شرکت سهامی خاص و شرکت سهامی عام مشغول به فعالیت می‌باشند. شرکت‌های هلدینگ سهامی خاص به‌عنوان نهاد مالی تحت نظارت «سازمان بورس و اوراق بهادار» هستند و شرکت‌های هلدینگ سهامی عام از دو جنبه نهاد مالی و ناشر اوراق بهادار تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار دارند.

✿ شرکت مشاور سرمایه‌گذاری

شرکت مشاور سرمایه‌گذاری از جمله نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه می‌باشد که به سرمایه‌گذاران در حوزه اوراق بهادار مشاوره می‌دهد. نهاد مزبور جهت ارائه مشاوره در وهله اول به اطلاعاتی صحیح و موثق نیازمند است تا امکان شناسایی فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری فراهم گردد. ارائه اطلاعات و تحلیل آن برای سرمایه‌گذاران منجر به افزایش رفتار عقلانی در بازار سرمایه و به تبع آن افزایش کارایی خواهد شد؛ زیرا از ملزومات بازار کارا بروز رفتارهای عقلانی در پرتو شفافیت هرچه بیشتر بازار است و این امر در گرو وجود داده‌ها و اطلاعات صحیح می‌باشد.

بنابراین مشاور سرمایه‌گذاری به‌عنوان نهادی که می‌تواند با ارائه اطلاعات روشن فرصت‌های سرمایه‌گذاری را با توجه به میزان ریسک‌پذیری اشخاص به نمایش گذارد، در بروز رفتار عقلانی که از ویژگی‌های بازار کاراست نقش مؤثری ایفا می‌نماید. مشاور سرمایه‌گذاری با توجه به تقاضا و اطلاعات ارائه شده توسط مشتریان، وظیفه ارائه خدمت به ایشان را برعهده دارد. مشاور سرمایه‌گذاری باید قبل از ارائه مشاوره به مشتری در زمینه خرید و فروش یا نگهداری اوراق بهادار اطلاعات کافی در مورد مشتری را

در قالب فرم‌های از پیش طراحی شده کسب نماید و پس از تحلیل این اطلاعات، مشاوره را متناسب با نیازهای مشتری ارائه دهد. مشاور سرمایه‌گذاری با تخصص و اطلاعات در اختیار، به ارائه مشاوره می‌پردازد و تضمینی برای تحقق انتظارات اظهارنظرها نمی‌دهد؛ زیرا عوامل مختلفی در تعیین قیمت اوراق بهادار اثرگذار هستند. به عبارتی تعهد شرکت مشاور سرمایه‌گذاری تعهد به وسیله است و نه تعهد به نتیجه. با این حال، در صورتی که مشاور سرمایه‌گذاری در تحلیل اطلاعات و ارائه مشاوره به صورت متعارف عمل ننماید و مرتکب تقصیر شود، مسئول خسارات حاصل از اعمال خود است.

در مجموع می‌توان گفت براساس بند ۱۶ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، مشاور سرمایه‌گذاری شخصی حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص، درباره خرید و فروش اوراق بهادار، به سرمایه‌گذار مشاوره می‌دهد. و طبق بند ۳ ماده ۱ دستورالعمل تأسیس و فعالیت مشاور سرمایه‌گذاری، مشاوره سرمایه‌گذاری عبارت است از هرگونه مشاوره موضوع بند ۱۶ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار در مورد خرید یا فروش اوراق بهادار که از جمله شامل موارد زیر می‌شود:

- الف) توصیه به خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار؛
 - ب) اظهارنظر راجع به روند قیمت یا عرضه و تقاضای اوراق بهادار در آینده؛
 - ج) اظهارنظر راجع به ارزش (قیمت) اوراق بهادار.
- در حال حاضر ۱۷ شرکت، مجوز ارائه خدمات مشاوره سرمایه‌گذاری را از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت کرده و مشغول به فعالیت هستند.





مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور» مصوب ۱۳۸۲ انتشار اوراق مشارکت برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را تحت شرایط معینی اجازه داد. پس از آن قانون برنامه چهارم توسعه مصوب سال ۱۳۸۳ نیز ماده ۱۵ خود را به مبحث بورس اختصاص داد تا راه برای گسترش بازار سرمایه در کشور بیش از پیش هموار شود. تا سال ۱۳۸۳ بازار اوراق بهادار به همراه بازار پول تحت نظارت بانک مرکزی قرار داشت تا این‌که با تصویب قانون «تنظیم بازار غیرمتشکل پولی» نظریه تفکیک بازار پول از بازار سرمایه شکل قانونی پیدا کرد.

بدین منظور ماده ۳ قانون مذکور ریاست شورای عالی بورس را مستقیماً بر عهده وزیر امور اقتصادی و دارایی نهاد تا بازار اوراق بهادار از نظارت مستقیم بانک مرکزی خارج شود. تحول مهم در قوانین بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۸۴ رخ داد. با توجه به ضرورت‌های اقتصادی قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به‌عنوان قانون مادر در حوزه حقوق بازار سرمایه در اول آذر ۱۳۸۴ به تصویب رسید که ثمره اصلی آن تولد سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه با سیاست‌گذاری شورای عالی بورس و اوراق بهادار بود با تصویب این مقررات قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۴۵ نسخ گردید.

این قانون با هدف حمایت حداکثری از حقوق سرمایه‌گذاران و ساماندهی حفظ و توسعه بازار شفاف منصفانه و کارا انتشار هرگونه اوراق بهادار را به ثبت نزد سازمان با رعایت مقررات منوط کرده و عرضه عمومی این‌گونه اوراق به هر طریق بدون رعایت مفاد قانون بازار را ممنوع اعلام کرد. (مواد ۲ و ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار) متعاقباً و به منظور رفع کاستی‌های این قانون که در عمل ملاحظه شده بود قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای اجرای سیاست‌های اصل چهارم و چهارم قانون اساسی در تاریخ ۲۵ آذر

بخش پنجم

منابع حقوقی بازار سرمایه

بازار سرمایه در کشور ما مبتنی بر مجموعه‌ای از قوانین و مقررات ساختاریافته است و وجود دو قانون مادر (یعنی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی و قانون توسعه ابزارها و نهادهای تسهیل اجرایی سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸ مجلس شورای اسلامی) زمینه حقوقی لازم برای توسعه بازار سرمایه را فراهم کردند. علاوه بر این دو قانون، آیین‌نامه‌هایی که به تصویب رسیده است و مصوباتی که شورای عالی بورس و اوراق بهادار یا سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه کرده‌اند در این گسترش نقش بسزایی ایفا کرده است. در این بخش، سعی می‌شود در خصوص منابع حقوقی بازار سرمایه مطالبی ارائه شود.

قوانین

اولین سند قانونی در راستای نظام‌مند کردن بازار سرمایه در ایران قانون تأسیس بورس و بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ است در این قانون بورس اوراق بهادار به‌عنوان بازار خاص تعریف شده است که در آن داد و ستد اوراق بهادار توسط کارگزاران بورس طبق مقررات قانون انجام می‌گیرد. شورای بورس، هیئت پذیرش اوراق بهادار، سازمان کارگزاران بورس و هیئت داور بورس به‌عنوان ارکان و ستون پایه‌های بورس معرفی گردیدند. (ماده ۲ قانون تأسیس بورس) ریاست شورای بورس بر عهده رئیس کل بانک مرکزی قرار داشت (ماده ۳ قانون تأسیس بورس) قانون یاد شده گرچه در زمان خود راه را برای توسعه تأمین مالی و معامله سهام اوراق قرضه به‌عنوان دو ابزار مهم مالی باز نمود اما با گذشت زمان نقایص آن بیشتر آشکار گردید در این قانون ابزارهای مالی به سهام و اوراق قرضه محدود بود و از سوی دیگر میان نهاد اجرایی و نظارتی بازار تفکیکی وجود نداشت. با پیروزی انقلاب اسلامی شورای نگهبان استفاده از اوراق قرضه را نیز غیر شرعی اعلام کرد تا این‌که با تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶ راه برای انتشار اوراق مشارکت به‌عنوان جایگزین اوراق قرضه هموار شد.

در گام بعدی مواد ۹۴ و ۹۵ قانون برنامه سوم توسعه مصوب ۱۳۷۹ مجلس شورای اسلامی برای ایجاد شبکه رایانه‌ای برای انجام الکترونیکی معاملات بازار سرمایه تأکید نمودند و راه‌اندازی بورس‌های منطقه ای، بورس کالا و نیز قابل معامله نمودن سایر ابزارهای مالی در بورس را مجاز دانستند. متن ماده ۱۷ قانون «تنظیم بخشی از



۱۳۸۸ به تصویب رسید این روند در سال ۱۳۹۰ با تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه ادامه یافت.

❁ مقررات و دستورالعمل‌ها

علاوه بر قوانین (که در بند اشاره شد) آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های فراوانی نیز در زمینه بازار اوراق بهادار به تصویب مراجع ذیصلاح (هیئت وزیران، شورای عالی بورس و اوراق بهادار و هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار) رسیده است که مقررات حاکم بر بازار سرمایه را شکل می‌دهند.

❁ عرف

حقوق بازار سرمایه با انبوهی از قوانین به‌ویژه مقررات مصوب نهاد ناظر (شورا و سازمان) مواجه هست. این قوانین و مقررات عمومی جنبه آمره دارند و تخطی از آن‌ها با توافق طرفین جایز نیست. با وجود این در موارد متعددی با سکوت مقرراتی مواجه هستیم در این حالت علاوه بر منابع قانونی و مقرراتی، عرف شکل گرفته میان فعالان بازار را نیز باید از منابع حقوق بازار سرمایه محسوب نمود. عرف دارای دو عنصر مادی و روانی است عنصر مادی عرف ناظر به عادت یا رفتاری است که میان مردم رواج یافته و طی مدت زمانی طولانی مورد عمل مداوم و مکرر عموم مردم واقع شده است، در مقابل عنصر روانی عرف، آن اعتقاد و باور است که مردم و فعالان یک حوزه خاص پیرامون الزام‌آور بودن آن رفتار یا عادت دارند. بدین ترتیب مادامی که این اثر روانی ایجاد نشود نمی‌توان به ایجاد غرfe الزام‌آور معتقد بود. ذکر این نکته لازم است که در جایی که مقررات صریح وجود دارد نمی‌توان به عرفی بودن خلاف آن استناد کرد.

❁ رویه قضایی

علاوه بر جایگاه مهم رویه قضایی در تبیین و تفسیر مقررات بازار سرمایه و نیز انطباق قواعد



اولین سند قانونی در راستای نظام‌مند کردن بازار سرمایه در ایران
قانون تأسیس بورس و بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ است
در این قانون بورس اوراق بهادار به عنوان بازار خاص تعریف شده است
که در آن داد و ستد اوراق بهادار توسط کارگزاران بورس
طبق مقررات قانون انجام می‌گیرد. شورای بورس، هیئت پذیرش اوراق بهادار
سازمان کارگزاران بورس و هیئت داورى بورس
به عنوان ارکان و ستون پایه‌های بورس معرفی گردیدند.



عمومی حقوق به‌ویژه حقوق مدنی با قواعد حقوق بازار سرمایه را نیز باید مدنظر داشت رویه قضایی نیز نوعی از عرف است که میان دادگاه‌ها رواج پیدا می‌کند در واقع هنگامی که دادگاه‌ها در موضوع رویکرد مشابهی را در پیش می‌گیرند و رویه قضایی به وجود می‌آورند با همه این اوصاف رویه قضایی مفهومی مجزا و مستقل از رأی دادگاه است رویه قضایی عادت دادگاه‌هاست که در نتیجه تکرار آن حاصل می‌شود از این جهت رویه قضایی نیز یکی از منابع حقوق به شمار می‌رود. در کشور ما از آن جا که رسیدگی به اختلافات بازار سرمایه در صلاحیت هیئت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار قرار می‌گیرد و اعضای این هیئت به طور تخصصی به اتخاذ تصمیم در پرونده‌های مطروحه مبادرت می‌ورزند و آراء مربوط منتشر می‌گردند تشخیص عادات هیئت داورى در صدور آراء دشوار نیست و لذا رویه قضائی در عرصه حقوق بازار سرمایه نقش مهمی بازی می‌کند.





بخش ششم

صکوک

صکوک، دارایی‌های مالی هستند که برای فراهم ساختن امکان تأمین مالی منطبق با موازین شریعت اسلام منتشر می‌شوند. این اوراق، بر مبنای قراردادهای مختلفی طراحی و ساختار بندی می‌شوند و در نتیجه انجام کارگروهی میان کارشناسان مالی، فقها، حقوقدانان، حسابداران و سایر خبرگان توانسته‌اند در بسیاری از بازارهای مالی دنیا عملیاتی شوند. در بازار سرمایه ایران هم، بعد از انجام فعالیت‌های کارشناسی قابل توجه، برخی از انواع اوراق بهادار اسلامی به مرحله اجرا رسیده‌اند.

این اوراق، می‌توانند بخش قابل ملاحظه‌ای از نیاز شرکت‌ها برای تأمین مالی را برآورده سازند و به پشتوانه کار فقهی که در بخش‌های مختلف بازار سرمایه به خصوص در کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به عمل آمده است، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نسبت به بررسی ابعاد فقهی و شرعی آن‌ها اطمینان خاطر نسبی داشته باشند. بر این مبنای، در فرآیند طراحی آن‌ها، کارشناسان مالی، حقوقدانان و خبرگان فقهی با انجام مساعی مشترک سعی در ارائه ابزارهای نوینی دارند که ضمن برآورده ساختن بخشی از نیاز شرکت‌ها به تأمین مالی، نسبت به بررسی انطباق آن‌ها با موازین شریعت اسلام نیز اطمینان داشته باشند.

طراحی و عملیاتی شدن انواع اوراق اجاره، اوراق منفعت، اوراق مشارکت، اوراق مرابحه، اوراق استصناع، اوراق سلف موازی، اوراق رهنی مواردی هستند که در بازار سرمایه ایران به مرحله اجرایی رسیده‌اند. نوشتار حاضر، با هدف تبیین برخی از ابعاد عملیاتی و فقهی در مورد بعضی از این اوراق بهادار به رشته تحریر درآمده است و سعی می‌کند تا حدودی زوایای مختلف آن را تشریح نماید. امید است حاصل کار در شناساندن موضوع مفید بوده باشد.

معرفی صکوک

صکوک جمع «صک» است. «صک» در حقیقت معادل عربی کلمه «چک» می‌باشد. کلمه «چک» در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی و با اندکی تغییر به زبان عربی رفته است. صکوک در معنای تخصصی خود عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می‌شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی یا غیر فیزیکی منتشر می‌شوند. بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند.



با توجه به این‌که نظر مشهور در میان فقهای شیعی، صحت خرید و فروش دین است، بنابراین از این دیدگاه می‌توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی فیزیکی بلکه مبتنی بر دارایی غیر فیزیکی نیز طراحی نمود.

اوراق بهادار اسلامی یا صکوک را می‌توان به صورت‌های مختلف دسته‌بندی کرد. براساس تقسیم‌بندی مبتنی بر هدف سرمایه‌گذار از انتشار اوراق، انواع اوراق بهادار اسلامی عبارتند از:

۱. اوراق بهادار غیرانتفاعی مانند اوراق قرض الحسنه؛
۲. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تأمین مالی شامل:
 - ۲/۱- اوراق تأمین مالی با درآمد ثابت مانند اوراق اجاره؛
 - ۲/۲- اوراق تأمین مالی با درآمد متغیر مانند اوراق مشارکت؛
 - ۲/۳- اوراق تأمین مالی قابل تبدیل مانند



صکوک جمع «صک» است. «صک» در حقیقت معادل عربی کلمه «چک» می‌باشد. کلمه «چک» در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی و با اندکی تغییر به زبان عربی رفته است. صکوک در معنای تخصصی خود عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می‌شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی یا غیر فیزیکی منتشر می‌شوند. بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند. با توجه به این‌که نظر مشهور در میان فقهای شیعی صحت خرید و فروش دین است، بنابراین از این دیدگاه می‌توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی فیزیکی بلکه مبتنی بر دارایی غیر فیزیکی نیز طراحی نمود.



شدن را طی کرده است. در این مسیر، بعد از تدوین طرح اولیه انتشار اوراق اجاره توسط کارشناسان، موضوع جهت اعلام نظر فقهی در اختیار کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت و این کمیته، بعد از پنج جلسه بحث و بررسی، ساختار منطبق با موازین فقهی را برای انتشار انواعی از اوراق اجاره ارائه کرد. در ادامه، قوانین و مقررات مربوط به انتشار اوراق اجاره جمع‌بندی شد و بعد از تدوین رویه اجرایی، در نهایت در اسفند ۱۳۸۹ اولین ورقه اجاره در بازار سرمایه ایران منتشر شد.

اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام؛
۳. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تأمین نقدینگی مانند اوراق اجاره؛
۴. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار مانند اوراق اجاره رهنی.

در کشورهای مختلف، انواع صکوک طراحی و عملیاتی شده است و در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران هم بعد از انجام اقدامات کارشناسی، انواع صکوک به مرحله اجرا رسید و با عناوینی هم چون اوراق اجاره، اوراق مرابحه و مانند آن‌ها توانسته بخشی از نیازهای متقاضیان را برآورده سازد. در این بخش، مباحثی در خصوص انواع اوراق بهادار اسلامی با تأکید بر مبانی فقهی آن‌ها ارائه شده است.

✿ اوراق اجاره

اوراق اجاره، یکی از انواع صکوک است که در بازار سرمایه ایران مراحل مختلف عملیاتی



معرفی اجمالی اوراق اجاره

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشترک، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به یک نهاد دیگر (که به آن بانی گفته می شود) واگذار شده است. به عبارت دیگر، در اوراق اجاره حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها، در قبال دریافت اجاره بها از مالک به شخص دیگری (بانی) منتقل می شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می توان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن جا که این اوراق بیانگر مالکیت مشترک سرمایه گذاران در یک دارایی فیزیکی است، می توان آن را در بازار ثانوی و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می شود، معامله کرد.

روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که نهاد واسط (نهاد واسط، شخص حقوقی است که به عنوان وکیل دارندگان اوراق فعالیت می کند و به نیابت از آن ها به انعقاد قراردادهای لازم اقدام می نماید) با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع آوری می کند. سپس با استفاده از منابع مالی به دست آمده، دارایی مورد نیاز بانی (دولت، بنگاه ها و مؤسسه ها) را خریداری کرده و به وی (بانی) اجاره می دهد. از آن جا که دارایی مذکور با استفاده از منابع مالی صاحبان اوراق، خریداری می شود بنابراین آن ها مالک کالاها محسوب شده و در نتیجه مالک اجاره بها نیز خواهند بود. رابطه حقوقی دارندگان اوراق با شرکت واسط، رابطه وکالت است یعنی افراد با پرداخت پول نقد و دریافت اوراق اجاره، به واسط وکالت می دهند پول آنان را به صورت مشترک همراه با پول سایر متقاضیان اوراق اجاره، برای خرید کالاها و سرمایه ای و بادوام هزینه کند. سپس آن کالاها را به صورت اجاره در اختیار متقاضیان (بانی) قرار دهد و به صورت ماهانه یا فصلی اجاره بهای آن ها را دریافت کرده پس از کسر درصدی به عنوان حق الوکاله میان صاحبان اوراق تقسیم کند.

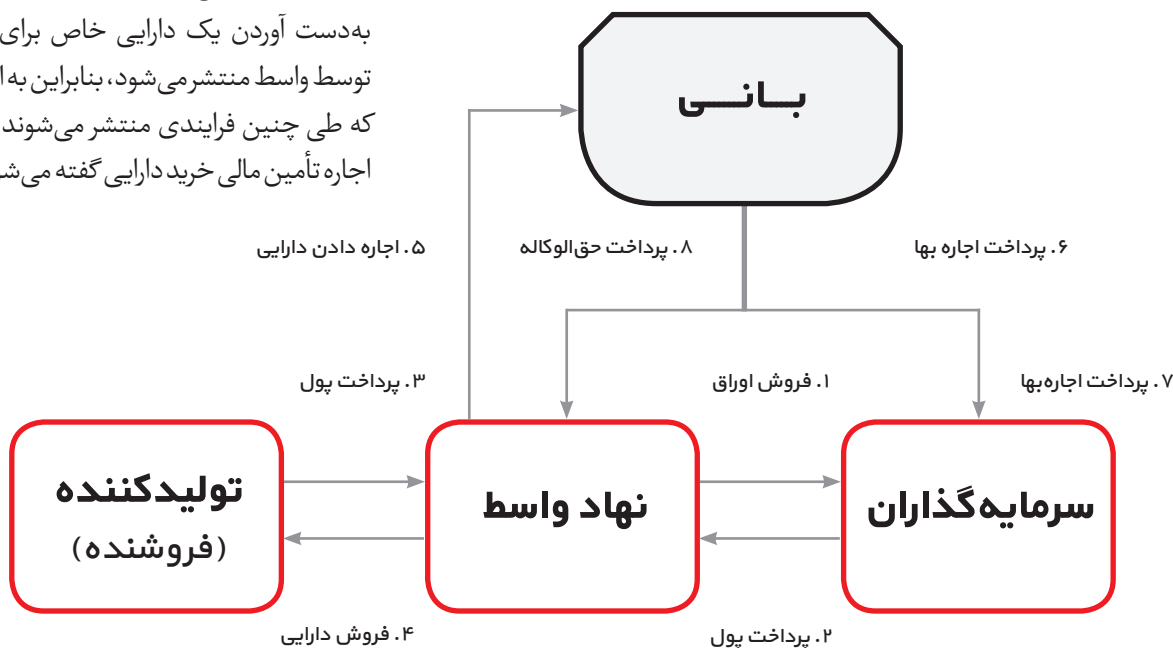
انواع اوراق اجاره

اوراق اجاره را می توان به روش های مختلفی دسته بندی کرد. در یک تقسیم بندی کلی می توان اوراق اجاره را با توجه به ساختار انتشار به دو دسته شامل اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی و اوراق اجاره تأمین نقدینگی تقسیم نمود. همچنین، نوع دیگری از اوراق اجاره که توانسته است برخی از نیازهای متقاضیان در بازار سرمایه را پاسخ دهد، اوراق اجاره مصون از تورم است که مصوبه کمیته تخصصی فقهی، ساختار منطبق با شریعت برای آن را تشریح کرده است. در ادامه، برخی از انواع مهم اوراق اجاره تبیین شده است.

۱. اوراق اجاره تأمین مالی (تفاوت میان

فروشنده و بانی)

در این نوع اوراق، فرض بر آن است که فروشنده دارایی با مستأجر (بانی) متفاوت هستند. در این اوراق شرکت واسط، یک دارایی (یا مجموعه ای از دارایی ها) را از طرف سرمایه گذاران، از فروشنده ای خریداری نموده و به بانی اجاره می دهد. فرایند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی در نگاره ۱ زیر آورده شده است. از آن جا که در این حالت، اوراق اجاره جهت به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسط منتشر می شود، بنابراین به اوراقی که طی چنین فرایندی منتشر می شوند اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی گفته می شود.



شکل ۱. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی



۱. اجاره عملیاتی (عادی)

در صورتی که قرارداد اجاره از نوع عملیاتی (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره‌بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می‌شود. در سررسید اوراق، واسطه دارایی را تحویل گرفته و در بازار به فروش می‌رساند. در این حالت واسطه بخشی از اجاره‌بها را به عنوان حق الوکاله برداشته و باقی‌مانده را به صاحبان اوراق می‌پردازد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره‌بهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید و قیمت فروش دارایی اجاره داده شده در سررسید اجاره، که ممکن است این تفاوت با توجه به نوع دارایی مثبت یا منفی باشد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق از دو بخش ثابت شامل اجاره‌بهای دریافتی و متغیر شامل سود یا زیان ناشی از تغییر قیمت دارایی در پایان دوره اجاره عملیاتی، تشکیل می‌شود. به عنوان مثال اگر زمین، دارایی مبنای قرارداد اجاره باشد و فرض شود قیمت زمین در پایان سررسید اوراق افزایش یابد در این حالت سرمایه‌گذاران از محل افزایش قیمت زمین نیز سود به دست خواهند آورد زیرا اجاره از نوع عملیاتی است و پس از پایان دوره اجاره، زمین در بازار به قیمت روز به فروش خواهد رسید و میزان درآمد آن میان سرمایه‌گذاران تقسیم خواهد شد.

۲. اجاره سرمایه‌ای (اجاره به شرط تملیک)

در صورتی که اجاره از نوع سرمایه‌ای (مانند اجاره به شرط تملیک) باشد، واسطه دارایی را به صورت اجاره به شرط تملیک یا اجاره با شرط اختیار خرید برای بانی، در اختیار بانی قرار می‌دهد. در قرارداد اجاره، شرط می‌شود واسطه در سررسید اوراق و

نحوه کار در این اوراق شبیه فعالیتی است که شرکت‌های لیزینگ انجام می‌دهند. با این تفاوت که در شرکت‌های لیزینگ، باید منابع مالی از محل آورده شرکت یا در موارد معدودی از طریق اخذ تسهیلات بانکی تأمین گردد؛ در حالی که در انتشار این نوع از اوراق اجاره، شرکت واسطه در جایگاه شرکت لیزینگ، با انتشار اوراق اجاره از مردم مبالغی جمع‌آوری می‌کند. سپس وجوه حاصل را صرف خرید دارایی کرده و آن را به بانی اجاره می‌دهد. در ادامه، ساختار این نوع از اوراق اجاره با توجه به قرارداد اجاره‌ای که میان ارکان منعقد می‌شود، تبیین می‌شود.

❁ انواع قراردادهای اجاره در اوراق اجاره تأمین مالی

در فرآیند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی، قرارداد اجاره به صورت‌های مختلف قابل تصور است:



پس از دریافت آخرین اجاره بها، دارایی را به تملیک بانی درآورد. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه. این مبلغ به طور معمول بیش تر از روش قبل است؛ زیرا در این نوع از اجاره، ارزش دارایی نیز در اجاره بهای پرداختی گنجانده می شود. درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است. این اوراق برای شرکت هایی مناسب است که نیاز به یک یا مجموعه ای از دارایی داشته باشند. به عنوان مثال شرکت های هواپیمایی، شرکت های کشتیرانی، شرکت های حمل و نقل و شرکت های تولیدی می توانند جهت خرید هواپیما، کشتی و یا سایر دارایی های ثابت، از این اوراق استفاده نمایند.

۳. اجاره به شرط حق اختیار فروش

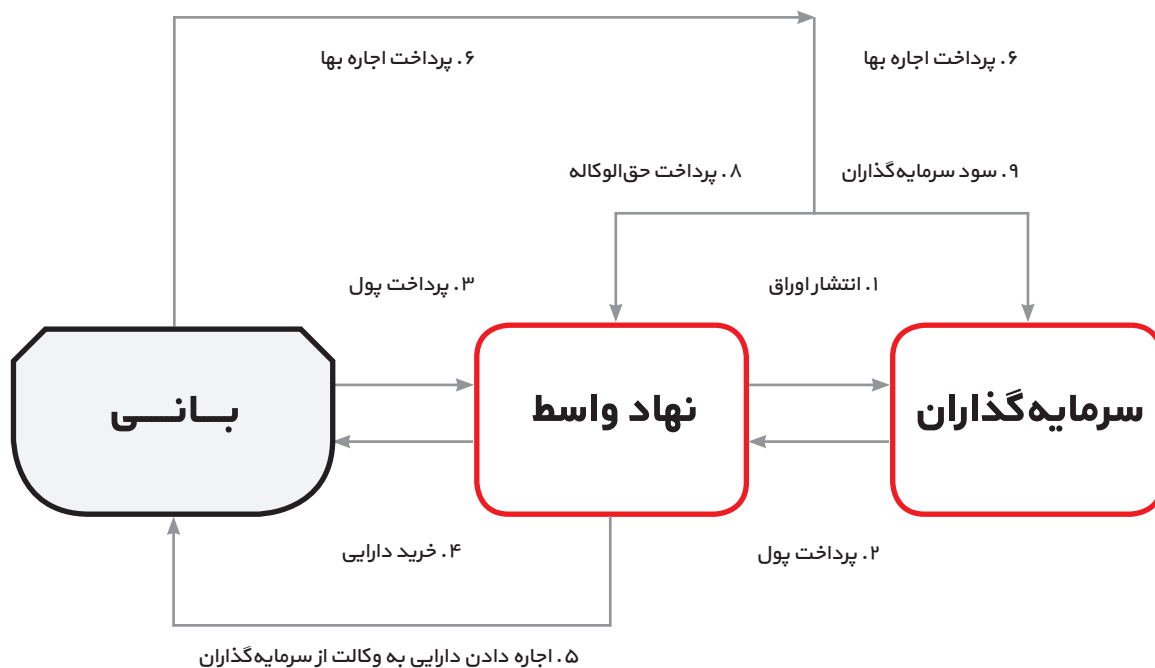
در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت معینی به مستأجر (بانی) اجاره داده می شود و در قرارداد اجاره، شرط می شود که در سررسید، شرکت واسط حق اختیار فروش دارایی به قیمت معین به مستأجر (بانی) را داشته باشد. در سررسید، شرکت واسط یا مطابق حق اختیار فروش آن دارایی را به مستأجر می فروشد و یا آن را تحویل گرفته و در بازار به فروش می رساند. در این صورت نیز شرکت واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله خود برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره بهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید دارایی و قیمت فروش آن در سررسید اجاره که تا حدود زیادی قابل پیش بینی است.

۴. اوراق اجاره تأمین نقدینگی (عدم تفاوت میان فروشنده و بانی)

در این نوع اوراق فرض بر آن است که فروشنده دارایی با مستأجر (بانی) یکی هستند. در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری

وجوه، به وکالت از طرف آن هایک دارایی (ثابت مشهود) را از بنگاه (بانی) خریداری کرده سپس به همان بنگاه (بانی) اجاره می دهد. به عبارت دیگر، این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد است. در این حالت، بانی با استفاده از اوراق اجاره، اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می کند. به بیان ساده می توان گفت بانی توانسته با وثیقه قرار دادن دارایی خود، مبلغی را جهت رفع نیازهای نقدینگی کسب نماید. این عامل سبب نام گذاری این اوراق به اوراق اجاره تأمین نقدینگی شده است؛ زیرا شرکتی که نیازمند وجه نقد است دارایی خود را می فروشد و آن را مجدد به صورت اجاره به شرط تملیک به دست می آورد. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی در شکل ۲ آورده شده است.

در اوراق اجاره تأمین نقدینگی، نهاد واسط پس از انتشار اوراق و خرید دارایی از بنگاه (بانی)، مجدداً آن را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می دهد. بنابراین دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخص به بانی اجاره داده می شود و در قرارداد اجاره، شرط می شود واسط در



شکل ۲. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی

سررسید، دارایی را به بانی تملیک کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه. از این رو درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.

در این نوع از اوراق اجاره نیز، اجاره دارایی به صورت های مختلف قابل تصور است:

۱. اجاره عملیاتی (عادی)

در این نوع از اوراق، امکان استفاده از اجاره عملیاتی چندان قابل تصور نیست زیرا بانی تنها به دنبال به دست آوردن نقدینگی جهت بهبود وضعیت مالی خود است و دارایی ثابت وی، نقش حیاتی در ادامه فعالیت شرکت دارد. بنابراین منطقی به نظر نمی رسد که دارایی را به سرمایه گذاران بفروشد.

۲. اجاره سرمایه ای (اجاره به شرط تملیک)

در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت معینی به مالک قبلی اجاره داده می شود و در قرارداد اجاره، شرط می شود که در سررسید، شرکت واسط، دارایی مورد اجاره را به وی تملیک کند. در سررسید، شرکت واسط مطابق شرط آن دارایی را به تملیک مالک قبلی درمی آورد.

در این صورت نیز، نهاد واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله خودش برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره بهای ماهانه که به طور معمول بیش تر از صورت های قبل است، زیرا ارزش خود دارایی نیز در اجاره بهاها گنجانده شده است. در نتیجه درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است. شرکت هایی که با مشکل سرمایه در گردش مواجه هستند، می توانند به کمک این اوراق، یک یا چند دارایی خود را از طریق انتشار این اوراق به فروش رسانند و با کسب وجه نقد و نیز اجاره مجدد دارایی خود، مشکلات مالی را تا

حدی مرتفع کنند.

۳. اجاره به شرط حق اختیار خرید

در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت معینی به مالک قبلی اجاره داده می شود و در قرارداد اجاره، شرط می شود که در سررسید، بانی حق اختیار خرید دارایی به قیمت معین را داشته باشد. در سررسید، بانی یا مطابق حق اختیار خرید، آن دارایی را از مالک قبلی می خرد و یا آن را تحویل گرفته و در بازار به فروش می رساند.

در این صورت نیز نهاد واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله، خودش برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره بهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید دارایی و قیمت فروش آن در سررسید اجاره که تا حدود زیادی قابل پیش بینی است.

✽ مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص انتشار اوراق اجاره

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهدار در جلسات متعددی ساختار انتشار اوراق اجاره و ابعاد مختلف عملیاتی آن را در دستور کار قرار داده و مصوبه مربوط به ساختار انتشار اوراق اجاره را ابلاغ کرده است. در این بخش سعی می شود این مصوبات مورد بحث و بررسی قرار گیرد.

کمیته تخصصی فقهی، بعد از بررسی ساختار انتشار اوراق اجاره چنین جمع بندی کرد: (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۸۶/۷/۲۴)

۱. در همه مواردی که نهاد واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق دارایی یک بنگاه اقتصادی را خریداری کرده سپس به همان بنگاه اجاره می دهد، دو حالت قابل تصور است:

الف. معامله دوم (اجاره) در معامله اول (خرید) شرط نشده باشد؛

ب. معامله دوم (اجاره) در معامله اول (خرید) شرط شده باشد؛

حالت نخست، از نظر شرعی بلامانع است، اما در حالتی که معامله دوم (اجاره) در معامله اول (خرید) شرط شده باشد، احتمال بیع العینه بودن وجود دارد و نیازمند بررسی می باشد، و حکم آن بعد از تعیین وضعیت بیع العینه مشخص خواهد شد.

۲. در حرمت بیع العینه سه احتمال وجود دارد که بر اساس هریک از آن احتمالات نتایج متفاوت به دست می آید. بر این اساس لازم است تحقیق دقیقی در این زمینه صورت گیرد.

الف. حرمت بیع العینه از باب تعبد باشد: در این صورت تنها به مواردی که در روایات به عنوان بیع العینه یاد شده بسنده می شود و سایر موارد از شمول حکم حرمت خارج خواهند بود. بر اساس این احتمال هیچ یک از موارد اوراق اجاره مشمول بیع العینه نخواهد بود؛ چون در این موارد قرارداد دوم قرارداد اجاره است، در حالی که در روایات بیع العینه قرارداد دوم قرارداد بیع است.

ب. حرمت بیع العینه به جهت توقف معامله دوم بر معامله اول باشد: بنابراین احتمال، در تمام مواردی که دو معامله متوقف بر هم می باشند، مشمول بیع العینه خواهند بود؛ اعم از این که معامله دوم نیز بیع باشد یا معامله دیگر. بر این اساس، در مواردی که قرارداد اجاره به صورت شرط در قرارداد بیع مطرح می شود، مشمول





بیع العینه خواهند بود.

ج. حرمت بیع العینه به جهت تحریم حیل‌های ربا باشد؛ در این صورت باید موارد به صورت خاص بررسی گردند هر موردی که هدف از انجام معامله به صورت فردی یا نوعی حیل ربا باشد حرام خواهد بود و هر موردی که به عنوان معامله مستقل با اهداف و انگیزه‌های مشروع و عقلانی صورت بگیرد حلال خواهد بود.

۳. برای بررسی دقیق مسئله، کمیته اقدام به بررسی روایت باب بیع العینه نمود و یک یک آن‌ها را از جهت احتمال‌های سه‌گانه بررسی کرد. با تأمل در مفاد روایات بیع العینه به این جمع‌بندی می‌رسیم که از میان احتمالات سه‌گانه که در بالا پیرامون آن‌ها بحث شد احتمال سوم صحیح است و بیع العینه از باب تحریم حیل ربا تحریم شده است. بر این اساس لازم است موارد اوراق اجاره از این جهت بررسی شود. از میان انواع اوراق اجاره در مواردی که بین فروشنده دارایی و مستأجر تفاوت هست احتمال حیل ربا و بیع العینه منتفی است. اما در مواردی که فروشنده و مستأجریکی است از میان انواع چهارگانه که در جلسه قبل مطرح گردید در موارد اجاره عادی، اجاره به شرط اختیار خرید و اجاره به شرط اختیار فروش مشکل حیل ربا و بیع العینه وجود ندارند و اما در جایی که کالای خریداری شده به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار می‌شود احتمال حیل ربا و بیع العینه بودن هست و برای رفع این احتمال باید قراردادهای بیع و اجاره به صورت طبیعی برگذار شود و با شرط‌های ضمن عقد و امثال آن نباید ماهیت اجاره را مخدوش کرد.

۴. همان‌طور که اوراق اجاره را می‌توان برای کالاهای جدید طراحی کرد می‌توان برای دارایی‌هایی که قبلاً اجاره داده شده‌اند نیز به کار برد؛ به این صورت که مالک دارایی، دارایی اجاره داده شده را به نهاد واسطه واگذار کند تا در مورد آن دارایی اوراق منتشر گردد و آن دارایی از مالک قبلی خریداری گردد و اجاره بهای جدید به مالکین جدید (صاحبان اوراق) برسد. بر این اساس، بانک‌هایی که دارایی‌هایی را به شکل اجاره یا اجاره به شرط تملیک واگذار کرده‌اند می‌توانند برای فروش آن‌ها از این ابزار استفاده کنند.

❁ اوراق اجاره مصون از تورم

نوع دیگری از اوراق اجاره که در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران طراحی شده است، اوراق اجاره مصون از تورم است. اوراق با نرخ شناور که با نام «شناورها» شناخته شده‌اند، یک سرمایه‌گذاری با پرداخت‌های سود شناور یا تعدیل سود بر اساس یک معیار از پیش تعیین شده طی دوره معین می‌باشد. یکی از معیارهای اساسی در تعیین نرخ اجاره‌بهای اقلام سرمایه‌ای، ارزش روز دارایی می‌باشد. با تغییر نرخ تورم و ارزش دارایی‌های سرمایه‌ای به تبع، نرخ اجاره‌بهای دارایی باید بر اساس قیمت‌های روز دارایی تعدیل گردد.

بالا بودن نرخ تورم طی سال‌های اخیر و عدم تعدیل نرخ اجاره‌بهای اوراق اجاره، پیامدهای نامطلوبی را به همراه داشته است؛ عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاری، تغییر هزینه‌های تأمین مالی برای بانی یا ناشر و عدم رعایت حقوق واقعی سرمایه‌گذاران از جمله اثرات عدم انعطاف نرخ اجاره‌بهای اوراق است. معضلات مذکور برای اوراق اجاره با سررسید طولانی‌تر، بیشتر خواهد بود. اوراق اجاره

با نرخ اجاره‌بهای شناور، اوراق اجاره‌ای است که نرخ اجاره‌بهای پرداختی طی دوره آن بر اساس تورم تعدیل می‌شود.

این نوع از اوراق اجاره، بسته به شرایط تورمی در کشور می‌تواند بخشی از نیاز مخاطبین به سرمایه‌گذاری مصون از تورم را پاسخ دهند. اما ساختار اجرایی آن، مشابه دو ساختاری است که در بالا گفته شد. تفاوت این نوع از اوراق با دو نوع اوراق اجاره فوق‌الذکر در ساختار قرارداد اجاره است؛ در مصوبه کمیته فقهی، در خصوص نحوه انعقاد قرارداد اجاره در اوراق اجاره مصون از تورم توضیحاتی ارائه شده است.

مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص اوراق اجاره با نرخ اجاره‌بهای مصون از تورم کمیته تخصصی فقهی پس از بحث و بررسی پیرامون مباحث اقتصادی و فقهی موضوع، انتشار اوراق اجاره با نرخ شناور به ترتیب ذیل را مجاز دانست:

۱. اوراق اجاره عملیاتی با نرخ شناور: در این روش، اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند، تشکیل می‌شود. یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرارداد اجاره دوره زمانی نخست، اولاً، نرخ اجاره‌بهای اولین عقد اجاره که سررسید آن پایان یک دوره زمانی است، تعیین می‌شود. ثانیاً ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود؛ طرفین قرارداد (موجر و مستأجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره‌بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص خواهد بود. برای مثال شرکت واسطه در نقش موجر، دارایی که با پول صاحبان اوراق خریداری کرده است را با نرخ اجاره‌بهای ۲۰ درصد (۲۰ درصد ارزش دارایی) به مدت یک سال به بانی (مستأجر) اجاره می‌دهد و در ضمن آن، واسطه و بانی متعهد می‌شوند قرارداد اجاره این دارایی را برای سه سال متوالی با نرخ اجاره‌بهای تورم

دوره قبل به اضافه سه درصد، ابتدای هر سال مالی تجدید کنند.

۲. اوراق اجاره به شرط تملیک با نرخ شناور: در این روش نیز، اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند، تشکیل می‌شود. یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرار داد اجاره دوره نخست، اولاً، نرخ اجاره بهای اولین عقد اجاره که سررسید آن یک دوره زمانی است، تعیین می‌شود. ثانیاً ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود؛ طرفین قرارداد (موجر و مستأجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص خواهد بود، ثالثاً واسط (موجر) متعهد می‌شود در سررسید اوراق، عین مستأجره را در مقابل مبلغی معین به تملیک مستأجر (بانی) در بیاورد. برای مثال شرکت واسط در نقش موجر، دارایی که با پول صاحبان اوراق به صد میلیارد خریداری کرده است را با نرخ اجاره بهای ۲۰ درصد (۲۰ درصد ارزش دارایی) به مدت یکسال به بانی (مستأجر) اجاره می‌دهد و در ضمن آن واسط و بانی متعهد می‌شوند اولاً، قرارداد اجاره این دارایی را برای سه سال متوالی با نرخ اجاره بهای تورم دوره قبل به اضافه سه درصد، ابتدای هر سال مالی تجدید کنند ثانیاً عین مستأجره را در مقابل پرداخت صد میلیارد از طرف بانی، به تملیک بانی در بیاورند.

❁ اوراق اجاره مبتنی بر سهام

همان‌گونه که گفته شد، اوراق اجاره، اوراق بهادار با نام و قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. پس از انتشار این اوراق، رابطه موجر و مستأجر میان سرمایه‌گذاران و بانی برقرار می‌گردد. نکته قابل توجه در این موضوع، فراهم آوردن امکان تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی از

محل انتشار این اوراق می‌باشد. با تصویب دستورالعمل انتشار اوراق اجاره بسیاری از شرکت‌های خصوصی از ظرفیت آن برای تأمین مالی استفاده نمودند. اما در خصوص انتشار اوراق اجاره برای تأمین مالی بخش دولتی موانعی وجود داشت که عمده آن‌ها مربوط به نقل و انتقال اموال بخش دولتی به بخش خصوصی بود. به همین روی پاسخ دادن به تقاضای بخش دولتی برای تأمین مالی از محل انتشار صکوک اهمیت دارد.

با توجه به تبصره‌های ۳۶ و ۳۷ اصلاح قانون بودجه سال ۹۵ کشور، دولت می‌تواند اوراق بهادار اسلامی منتشر نماید. مسئله‌ای که دولت در انتشار این اوراق با آن مواجه است، دارایی‌های پشتوانه اوراق می‌باشد و به دلیل مشکلات موجود در تأمین دارایی‌های پشتوانه اوراق، امکان استفاده از این نوع تأمین مالی برای دولت با موانعی روبه‌رو است. در همین راستا پیشنهادی در قالب اوراق اجاره ارائه می‌گردد که جهت تأمین مالی طرح‌ها، پروژه‌ها و بودجه‌های سنواتی دولت از جمله پرداخت‌های بدهی، می‌توان از این اوراق استفاده نمود.

طبق پیشنهادی که در اختیار این کمیته قرار گرفته است، دولت دارایی‌های خود (مثلاً دارایی‌های دولت نزد شرکت مخابرات) که به صورت سهام هستند را فروخته و سپس اجاره به شرط تملیک می‌کند، به این صورت که نهاد واسط با انتشار اوراق اجاره، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و قیمت سهام را به دولت پرداخته و آن‌ها را خریداری می‌نماید. سپس دولت با اجاره‌بهای معین دارایی‌های مزبور را اجاره به شرط تملیک می‌کند. در نتیجه سهام دولت به مالکیت صاحبان اوراق درآمده و به

نوع دیگری از اوراق اجاره که در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران طراحی شده است، اوراق اجاره مصون از تورم است.
اوراق با نرخ شناور که با نام «شناورها» شناخته شده‌اند
یک سرمایه‌گذاری با پرداخت‌های سود شناور یا تعدیل سود
بر اساس یک معیار از پیش تعیین شده طی دوره معین می‌باشد.
یکی از معیارهای اساسی در تعیین نرخ اجاره‌بهای اقلام سرمایه‌ای
ارزش روز دارایی می‌باشد. با تغییر نرخ تورم و ارزش
دارایی‌های سرمایه‌ای به تبع
نرخ اجاره‌بهای دارایی باید بر اساس قیمت‌های روز دارایی تعدیل گردد.



نهاد واسط به‌عنوان وکیل صاحبان اوراق تحویل داده می‌شود و مبلغ اجاره‌بها از جانب دولت و از طریق بودجه سنواتی در اقساط معین به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود و در نهایت دارایی به ملکیت دولت برمی‌گردد.

❁ مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص اوراق اجاره مبتنی بر سهام

کمیته فقهی پس از بحث و بررسی پیشنهادات مذکور، مصوب نمود که:
۱. با توجه به این‌که مشهور فقهاء، سهام را نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن



از دارایی شرکت می‌دانند، اجاره سهام از نظر فقهی صحیح است. احکام و روابط حقوقی بین ارکان آن، طبق ضوابط مصوب کمیته تخصصی فقهی در موضوع اوراق اجاره می‌باشد.

۲. دارایی موضوع انتشار اوراق اجاره (شامل دارایی‌های فیزیکی و سهام) باید عرفاً و قانوناً قابلیت اجاره داشته باشند.

۳. شرایط اساسی قرارداد بیع و اجاره باید در متن قرارداد‌های یاد شده به تفصیل و با صراحت بیان شود که از جمله شامل موارد زیر خواهد بود:

۳/۱- تعیین سهم مشاع دولت از سهام شرکت مورد معامله که در تاریخ معین به صاحبان اوراق منتقل و تملیک می‌شود.

۳/۲- پیش‌بینی شرایط فسخ در قرارداد اجاره به شرط تملیک در موارد عدم ایفای تعهدات دولت که منجر به فسخ قرارداد اجاره شده و می‌توان سهام موضوع اجاره را فروخته و وجوه آن را به صاحبان اوراق داد.

۳/۳- تعیین تکلیف حقوق و منافع سهام در دوره اجاره به شرط تملیک در قرارداد اجاره که می‌تواند تمام یا بخشی از آن به صورت شرط ضمن عقد، متعلق به دولت باشد.

❁ انتشار اوراق اجاره سهام برای شرکت‌های خصوصی

متعاقب ارائه مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص صحت انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام با رعایت موازین فقهی مرتبط با اجاره سهام، شرکت‌های خصوصی نیز در پی آن شدند تا بتوانند از مصوبه کمیته فقهی برای تأمین مالی خود بهره‌برداری نمایند. برای این منظور، در جلسات بعدی آن کمیته، موضوع انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام برای شرکت‌های خصوصی نیز مطرح شد و کمیته تخصصی فقهی در مصوبه خود چنین جمع‌بندی کرد: «تأییدیه صادره در خصوص اجاره دادن سهام از نظر ابعاد فقهی، ناظر به شرایط فعلی شرکت بنا به آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده آن‌ها می‌باشد و از این روی لازم است که شرکتی که تقاضای انتشار اوراق اجاره بر مبنای سهام را دارد، حداکثر تا شش ماه اقدامات لازم جهت انتشار اوراق را انجام دهد. ارزش اوراق اجاره درخواست شده نباید از مقدار دارایی‌های فیزیکی قابل اجاره شرکت بیشتر باشد. هم‌چنین باید سازوکاری در نظر گرفته شود که شرکتی که بخشی از دارایی‌های خود را مبنای انتشار اوراق اجاره قرار می‌دهد بدون اذن دارندگان اوراق قادر به فروش آن دارایی‌ها نباشد.»

بر این مبنا، هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار دستورالعمل انتشار اوراق اجاره را بازبینی کرد و در خصوص متقاضیان انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام، تأکید نمود که ضروری است کمیته تخصصی فقهی این سازمان با اجاره دادن آن سهم موافقت نماید. در پی مصوبه مزبور، شرکت‌هایی که قصد انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام را دارند باید سهام مبنای انتشار اوراق اجاره را ابتدا به کمیته فقهی ارائه نمایند و تأییدیه لازم را اخذ نمایند. مواردی از مصوبات این کمیته در بررسی سهام درخواستی جهت انتشار اوراق اجاره به این شرح می‌باشد:

سهام شرکت منابع شیمیایی ایران: با بررسی صورت‌های مالی این شرکت و ارائه توضیحات کارشناسی در خصوص نوع فعالیت شرکت و مقدار دارایی‌های فیزیکی

که قابلیت اجاره دادن را دارند، کمیته تخصصی فقهی، سهام مزبور را از نظر فقهی حائز شرایط برای اجاره دادن تشخیص داد.

سهام شرکت مخابرات ایران: با بررسی صورت‌های مالی این شرکت و ارائه توضیحات کارشناسی در خصوص نوع فعالیت شرکت و مقدار دارایی‌های فیزیکی که قابلیت اجاره دادن را دارند، کمیته تخصصی فقهی، سهام مزبور را از نظر فقهی حائز شرایط برای اجاره دادن تشخیص داد. البته از آن‌جا که در سبد دارایی‌های شرکت، سهام شرکت ارتباطات سیار نیز قرار دارد و قبلاً مجوز فقهی انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام آن شرکت نیز صادر شده بود، باید در زمان بررسی درخواست انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام مخابرات، این نکته مدنظر قرار گیرد.

سهام شرکت سرمایه‌گذاری میراث فرهنگی و گردشگری ایران: با بررسی صورت‌های مالی این شرکت و ارائه توضیحات کارشناسی در خصوص نوع فعالیت شرکت و مقدار دارایی‌های فیزیکی که قابلیت اجاره دادن را دارند، کمیته تخصصی فقهی، سهام مزبور را از نظر فقهی حائز شرایط برای اجاره دادن تشخیص نداد.

سهام شرکت ایران ترانسفو: با بررسی صورت‌های مالی این شرکت و ارائه توضیحات کارشناسی در خصوص نوع فعالیت شرکت و مقدار دارایی‌های فیزیکی که قابلیت اجاره دادن را دارند، کمیته تخصصی فقهی، سهام مزبور را از نظر فقهی حائز شرایط برای اجاره دادن تشخیص نداد.

سهام شرکت داروسازی کاسپین تأمین: با بررسی صورت‌های مالی این شرکت و ارائه توضیحات کارشناسی در خصوص نوع فعالیت شرکت و مقدار دارایی‌های فیزیکی که قابلیت اجاره دادن را دارند، کمیته تخصصی فقهی، سهام مزبور را از نظر فقهی حائز شرایط برای اجاره دادن تشخیص نداد.

سهام شرکت مپنا: با بررسی صورت‌های



مالی این شرکت و ارائه توضیحات کارشناسی در خصوص نوع فعالیت شرکت و مقدار دارایی‌های فیزیکی که قابلیت اجاره دادن را دارند، کمیته تخصصی فقهی، سهام مزبور را از نظر فقهی حائز شرایط برای اجاره دادن تشخیص نداد. (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، مورخ ۱۳۹۷/۲/۱۹)

رویه فوق، در خصوص انواع سهام مبنای انتشار اوراق اجاره به موجب دستورالعمل هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار لازم‌الرعایه است.

❁ اوراق مرابحه

در ایران پس از راه‌اندازی دو الگوی اوراق مشارکت و اوراق اجاره، اقدامات برای راه‌اندازی الگوی سوم یعنی اوراق مرابحه آغاز شد. در همین راستا، کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۷ کلیات انتشار اوراق مرابحه را به تصویب رساند. پس از آن و با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۸، گام‌های بعدی برای انتشار انواع ابزارهای نوین از جمله اوراق مرابحه برداشته شد. هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای توسعه هرچه بیشتر بازار و اجرای قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، دستورالعمل انتشار صکوک مرابحه را در آذرماه سال ۱۳۹۱ به تصویب رساند. از سوی دیگر، با توجه به صدور مجوز انتشار مبلغ ۵ هزار و ۹۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت، سه هزار و ۶۰۵ میلیارد ریال اوراق اجاره و مبلغ ۳۰۱ میلیارد ریال اوراق مرابحه از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۹۱، با انجام این اقدامات سازنده، اولین اوراق (صکوک) مرابحه بازار سرمایه ایران به مبلغ ۳۰۱ میلیارد و ۳۰۶ میلیون ریال با سررسید ۲ ساله و نرخ سود ۲۰ درصد سالانه که هر سه ماه پرداخت می‌گردد، در روز شنبه مورخ ۱۳۹۱/۱۲/۲۶ منتشر شد. این صکوک برای تأمین مالی سرمایه در گردش مورد نیاز

بانی اوراق جهت خرید مواد اولیه منتشر شد.

در نتیجه این اقدامات، بعد از طراحی و ساختاربندی اوراق اجاره، اوراق مرابحه به بازار سرمایه ایران وارد شد و توانست به بخشی از نیاز شرکت‌ها به تأمین مالی منطبق با موازین شریعت پاسخ گوید. در این بخش، سعی می‌شود برخی از ابعاد فقهی، حقوقی و عملیاتی اوراق مرابحه در بازار سرمایه ایران تبیین شود.

❁ معرفی اوراق مرابحه

متفکران مسلمان از چندی پیش به فکر پر کردن خلأ حاصل از حذف اوراق قرضه، با استفاده از ویژگی‌های بیع مرابحه بودند که در همین راستا، اقدام به طراحی اوراق بهاداری به نام اوراق مرابحه کردند که می‌تواند مکمل خوبی برای بازارهای پول و سرمایه اسلامی به منظور تأمین مالی و ابزار سیاست پولی باشد. مرابحه معامله‌ای است که فروشنده قیمت تمام شده کالا (قیمت خرید و هزینه مربوط) را به اطلاع خریدار می‌رساند و سپس تقاضای مبلغ یا درصدی به عنوان سود می‌کند. بیع مرابحه می‌تواند به صورت نقد یا نسبه منعقد شود و به طور معمول در صورتی که نسبه باشد نرخ سود آن بیش‌تر می‌شود. بنابراین، قرارداد مرابحه یکی از معاملات مشروع و از انواع بیع است.

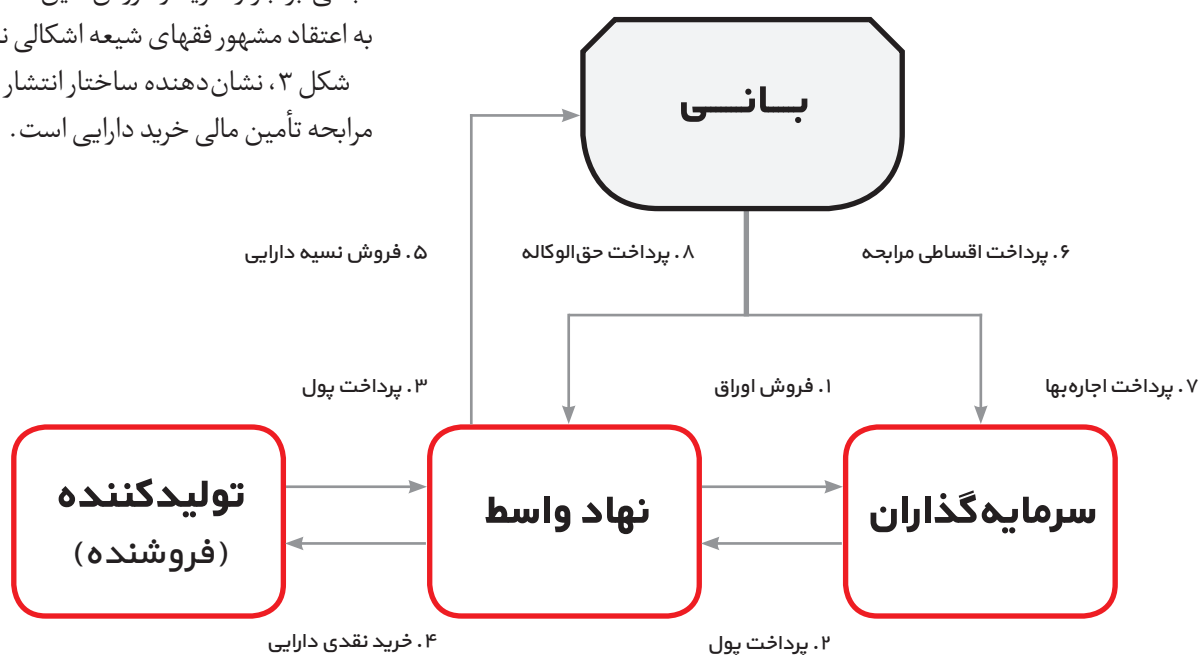
اوراق مرابحه در طبقه‌بندی کلی اوراق، همانند اوراق اجاره در طبقه ابزارهای انتفاعی با بازدهی معین قرار دارد. این اوراق یک ورقه بدهی از ابزارهای بدهی است که حکایت از بدهی ناشی از بیع مرابحه است و دارنده اوراق مالک دین



است و بر این مبنا، در حقیقت از بانی، طلبکار می‌باشد. این اوراق برای تأمین مالی جهت خرید دارایی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد و مدل تأمین مالی آن از چند جهت با اوراق اجاره متفاوت است. در اوراق اجاره نهاد واسط دارایی را از فروشنده خریداری کرده و مالکیت دارایی به نهاد واسط منتقل می‌گردد. سپس دارایی به صورت اجاره در اختیار بانی قرار می‌گیرد. ولی در اوراق مرابحه نهاد واسط پس از خرید دارایی از فروشنده، مالکیت آن را در قالب قرارداد مرابحه به بانی منتقل می‌کند. این تفاوت به نهاد واسط و شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا بتوانند برای خرید مواد و کالا که ماهیت مصرفی دارند، تأمین مالی نمایند.

روش کار در اوراق مرابحه به این صورت است که نهاد واسط با انتشار اوراق مرابحه منابع مورد نیاز را جمع‌آوری می‌کند. سپس با استفاده از منابع مالی به دست آمده، دارایی مورد نیاز بانی (دولت، بنگاه‌ها و مؤسسه‌ها) را به صورت نقد خریداری کرده و به وی (بانی) به صورت نسیه می‌فروشد. از آن جا که دارایی مذکور با استفاده از منابع مالی صاحبان اوراق، خریداری می‌شود؛ بنابراین آن‌ها مالک کالاها محسوب شده و در نتیجه مالک دین ناشی از معامله مرابحه نیز خواهند بود.

رابطه حقوقی دارندگان اوراق با شرکت واسط، رابطه وکالت است یعنی افراد با پرداخت پول نقد و دریافت سود مرابحه، به واسط وکالت می‌دهند پول آنان را به صورت مشترک همراه با پول سایر متقاضیان اوراق مرابحه، برای خرید کالاها مصرفی یا سرمایه‌ای و بادوام هزینه کند. سپس آن کالاها را به صورت مرابحه‌ای در اختیار متقاضیان (بانی) قرار دهد و به صورت ماهانه یا فصلی بهای نسیه آن‌ها را دریافت کرده پس از کسر درصدی به عنوان حق الوکاله میان صاحبان اوراق تقسیم کند.



شکل ۳. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق مرابحه تأمین مالی خرید دارایی

❁ انواع اوراق مرابحه

اوراق مرابحه را می‌توان به روش‌های مختلفی دسته‌بندی کرد. در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان اوراق مرابحه را با توجه به هدف انتشار به دو نوع شامل اوراق مرابحه تأمین مالی خرید دارایی و اوراق مرابحه تأمین نقدینگی تقسیم نمود.

۱. اوراق مرابحه تأمین مالی خرید دارایی

در این نوع، نهاد واسط با انتشار اوراق مرابحه، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌نماید و به وکالت از طرف آنان کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به صورت نقد خریداری نموده و به صورت بیع مرابحه نسیه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی متعهد می‌شود در سررسید مشخص قیمت نسیه کالا را از طریق نهاد واسط به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود نهایی مرابحه استفاده کنند و یا قبل از سررسید اوراق خود را در بازار ثانوی با سود کمتر به فروش برسانند. بازار اولیه این اوراق مبتنی بر خرید و فروش نقد و نسیه دارایی خاص است که از نظر فقهی مشکلی ندارد؛ اما بازار ثانوی آن‌ها مبتنی بر جواز خرید و فروش دین است که به اعتقاد مشهور فقهای شیعه اشکالی ندارد. شکل ۳، نشان‌دهنده ساختار انتشار اوراق مرابحه تأمین مالی خرید دارایی است.

۲. اوراق مرابحه تأمین نقدینگی

در سال ۱۹۹۲ میلادی بخش خصوصی در اقتصاد مالزی نوعی اوراق بهادار منتشر کرد که مبتنی بر بیع العینه یا باز خرید دارایی فروخته شده بود. در این روش مؤسسه ناشر اوراق، دارایی‌های دولت، سازمان‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را به صورت نقد خریداری می‌نماید؛ سپس با قیمتی بالاتر و به صورت نسیه مدت‌دار به خود آن‌ها می‌فروشد و در مقابل، از آن‌ها اسناد مالی با مبالغ و سررسیدهای معین دریافت می‌کند. مؤسسه ناشر می‌تواند منتظر بماند در سررسید مبلغ اسمی اسناد را از خریداران دریافت کند کما این که می‌تواند در بازار ثانوی آن‌ها را بفروشد (تنزیل کند). همان گونه که در ادامه می‌آید، بر مبنای مصوبه کمیته فقهی این نوع از اوراق مرابحه مصداق بیع العینه غیر مجاز است و نمی‌تواند مورد استفاده قرار گیرد (همان).

✽ مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص اوراق مرابحه

یکی از انواع قرارداد فروش، بیع مرابحه است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده است و مقصود از آن بیعی است که فروشنده قیمت تمام شده کالا اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل و نگهداری و سایر هزینه‌های مربوطه را به اطلاع مشتری می‌رساند؛ سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به عنوان سود می‌کند. چندی است برخی از متفکران مسلمان، با استفاده از ویژگی‌های بیع مرابحه اقدام به طراحی اوراق بهاداری به نام اوراق یا صکوک مرابحه کرده‌اند و در برخی کشورهای اسلامی چون مالزی به مرحله اجرا نیز رسیده است.

✽ تعریف اوراق مرابحه

از آن‌جا که اوراق مرابحه انواع مختلف دارد، نمی‌توان تعریف جامع و دقیقی از این اوراق ارائه کرد؛ اما در نگاه عام می‌توان گفت:

اوراق مرابحه، اوراق بهاداری هستند که دارندگان آن‌ها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می‌باشند.

✽ انواع اوراق مرابحه

اوراق مرابحه انواع مختلفی دارد که عبارتند از:

۱. اوراق مرابحه جهت خرید دارایی

در این نوع، بانی جهت تأمین مالی خود، اقدام به تأسیس شرکت به منظور خاص تحت عنوان واسط می‌کند. واسط با انتشار اوراق مرابحه، از طریق شرکت تأمین سرمایه، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌نماید و به وکالت از طرف آنان کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به صورت نقد خریداری نموده و به صورت بیع مرابحه نسیه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی متعهد می‌شود در سررسید مشخص قیمت نسیه کالا را از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود نهایی مرابحه استفاده کنند و یا قبل از سررسید اوراق خود را در بازار ثانوی با سود کمتر به فروش برسانند. بازار اولیه این اوراق مبتنی بر خرید و فروش نقد و نسیه دارایی خاص است که از نظر فقهی مشکلی ندارد؛ اما بازار ثانوی آن‌ها مبتنی بر جواز خرید و فروش دین است که به اعتقاد مشهور فقهای شیعه اشکالی ندارد.

۲. اوراق مرابحه جهت تهیه نقدینگی

همان‌گونه که در بالا در مورد ساختار این نوع اوراق مرابحه تأکید شده است، اوراق مزبور بر مبنای بیع العینه غیر مشروع است. بر این مبنا، به اعتقاد کمیته فقهی این نوع از اوراق مرابحه مصداق بیع العینه غیر مجاز است و نمی‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، مورخ ۱۳۸۹/۳/۸)

مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص مسایل جدید مربوط به اوراق مرابحه به منظور توسعه کارکردهای انتشار اوراق مرابحه و تسهیل تأمین مالی از طریق این اوراق، سؤالات فقهی ذیل مطرح گردید:

۱. آیا بانی می‌تواند به وکالت از طرف دارندگان اوراق نسبت به خرید نقدی کالا از فروشنده و فروش اقساطی آن به خود اقدام کند؟
۲. آیا بانی می‌تواند وجوه جمع‌آوری شده از انتشار اوراق مرابحه را به صورت تدریجی تا سررسید صرف خرید کالا نماید؟ در این صورت سود پرداختی طی دوره اوراق مرابحه چگونه توجیه خواهد شد؟
۳. آیا خدمات می‌تواند دارایی پایه اوراق مرابحه قرار گیرد؟
۴. آیا دارایی‌های نامشهود می‌توانند دارایی پایه اوراق مرابحه قرار گیرند؟ (دارایی‌های نامشهود دارای مصادیق متنوعی است از جمله نرم افزارهای رایانه‌ای، علائم تجاری، حق امتیاز و فرانشیز، حق تألیف و انتشار، حق اختراع، حق استفاده از خدمات عمومی، فرمول‌ها و طرح‌ها و سرقفلی).
۵. آیا اوراق بهادار می‌تواند دارایی پایه اوراق مرابحه قرار گیرد؟
۶. در صورت تأخیر در پرداخت مبلغ بدهی مربوط به اوراق مرابحه، آیا تعیین وجه التزام به صورت روز شمار برای بانی جایز است؟



نظر کمیته تخصصی فقهی

۶. مطابق دیدگاه برخی از فقهای معاصر و نظر شورای نگهبان، بیع خدمات جایز می‌باشد. به منظور جلوگیری از غرر در معامله، نوع و میزان خدمت باید به صورت شفاف و دقیق مشخص باشد. بنابراین نسبت به خدمات نیز می‌توان اقدام به انتشار اوراق کرد.

۷. معامله دارایی‌های نامشهود، مانند مواردی که در سؤال چهارم ذکر شده است، در صورتی که منضبط و معین باشد، در قالب معاوضه یا صلح مرابحه‌ای صحیح است.

۸. حق سرقفلی به عنوان یک دارایی مستقل، زمانی می‌تواند معامله شود که ذیل قرارداد اجاره دارایی ابتدا شرط شده باشد.

۹. اوراق بهاداری که ماهیتشان دارایی دینی است، مانند اوراق مرابحه، اسناد خزانه، اوراق سلف موازی استاندارد و اوراق استصناعی که منتهی به دین باشد، به دلیل ممنوعیت بیع دین به دین نمی‌توانند دارایی

کمیته فقهی بعد از بررسی‌های لازم پاسخ سؤالات را به شرح ذیل ارائه نمود:

۱. از دیدگاه کمیته فقهی، وکالت بانی از طرف دارندگان اوراق، در خرید نقدی کالای موضوع مرابحه و فروش اقساطی آن به خود، بلاشکال می‌باشد. لازم است سازمان بورس و اوراق بهادار مقررات را به گونه‌ای تنظیم کند که از صوری نشدن معاملات اطمینان حاصل شود.

۲. خرید تدریجی کالا توسط بانی با استفاده از وجوه جمع‌آوری شده ناشی از انتشار اوراق بلاشکال می‌باشد. در صورت سرمایه‌گذاری وجوه باقی مانده تا زمان خرید کالا، سود حاصله متعلق به صاحبان اوراق است.

۳. در مرابحه تدریجی (در هر مورد خرید نقدی به وکالت از طرف دارندگان اوراق و فروش اقساطی به بانی)، جایز است نرخ سود مرابحه در زمان انجام هر معامله به اندازه‌ای تعیین شود که نرخ سود آن مرابحه به اضافه نرخ سود سرمایه‌گذاری، نرخ سود اوراق مرابحه را پوشش دهد.

۴. باید ضمن قراردادهای انتشار اوراق مرابحه، بانی را متعهد نمود تا نسبت به انجام مرابحه کالا با شرایط و در زمان معین اقدام کند؛ در غیر این صورت ملزم به پرداخت جرائمی (در قالب وجه التزام) خواهد بود.

۵. به منظور الزام بانی در انجام موضوع وکالت و پرداخت وجه التزام، باید ذیل قرارداد صلحی که میان بانی و دارندگان اوراق تنظیم می‌شود، عدم فسخ وکالت شرط شود.



پایه اوراق مرابحه قرار گیرند.

۱۰. اوراق بهاداری که ماهیتشان دارایی عینی است مانند سهام، اوراق مشارکت و اوراق اجاره، می‌توانند دارایی پایه اوراق مرابحه قرار گیرند.

۱۱. اخذ وجه التزام در صورت شرط در قرارداد، صرفاً بر روی مبلغ بدهی اولی جایز است و دریافت وجه التزام بر روی وجه التزام اضافه شده جایز نمی‌باشد (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، مورخ ۱۳۹۶/۳/۳۱).

مصوبات مزبور زمینه انتشار و توسعه اوراق مرابحه در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران را فراهم کرد و شرکت‌ها و بنگاه‌های بخش خصوصی و دولتی توانستند بخشی از نیازهای خود به تأمین مالی را از محل انتشار اوراق مرابحه برطرف نمایند.

❁ اوراق منفعت

نوع دیگری از اوراق که در بازارهای مالی اسلامی مطرح است، اوراق منفعت است. این اوراق، اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی مستمر حاصل از دارایی یا دارایی‌ها است. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشند. اوراق منفعت مبتنی بر قراردادهای معینی هستند که در آن سرمایه‌گذار منافع دارایی موجود و یا دارایی‌ای که در آینده ساخته خواهد شد را از ناشر خریداری می‌کند. کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار با بررسی اوراق منفعت، انتشار این اوراق را بر اساس برخی عقود معین و با لحاظ برخی شرایط تأیید نمود. در این بخش، ساختار این اوراق و مباحث فقهی مربوط به اختصار بررسی شده است.

❁ معرفی اوراق منفعت

با انتشار اوراق منفعت از طریق نهاد واسط، رابطه وکیل و موکل میان نهاد واسط و خریداران اوراق برقرار می‌گردد. نهاد واسط به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد اجاره با بانی جهت استفاده از منافع دارایی‌های موضوع قرارداد اجاره و نیز انعقاد قرارداد حق العمل‌کاری با بانی جهت بهره‌برداری از دارایی اقدام می‌نماید. در اسناد موضوع انتشار اوراق منفعت باید قید شود که خرید اوراق به منزله قبول وکالت نهاد واسط بوده و وکالت نهاد واسط تا سررسید و تصفیه نهایی اوراق غیرقابل عزل و معتبر است.

نوع دیگری از اوراق بهادار اسلامی که در بازار سرمایه

جمهوری اسلامی ایران به مرحله انتشار رسیده است، اوراق سلف است.

اوراق سلف برای تأمین مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های بخش

دولتی و خصوصی کاربرد دارد و قرارداد مبنایی برای انتشار آن

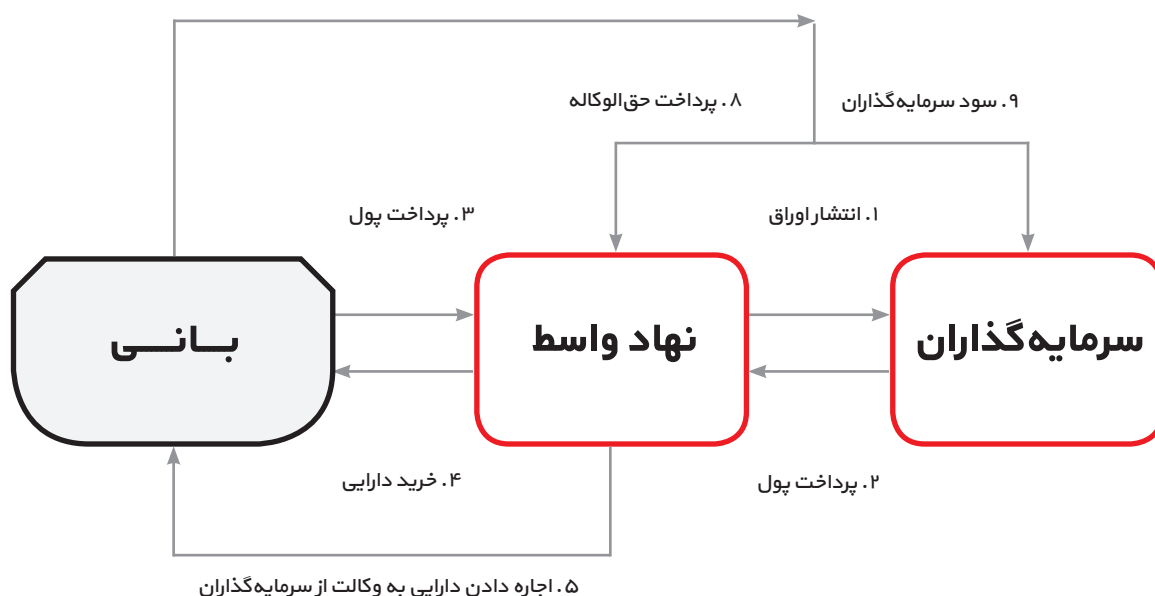
قرارداد سلف است. این اوراق تأییدیه کمیته تخصصی فقهی را

اخذ کرده است و بعد از طراحی فرآیند اجرایی و سایر دستورالعمل‌های لازم

در بازار سرمایه عملیاتی شده است. در این بخش

ساختار این اوراق و مباحث فقهی مربوطه به اختصار مرور شده است.





شکل ۴. فرآیند انتشار اوراق منفعت

❁ مدل عملیاتی اوراق منفعت

شکل ۴ نشان دهنده روابط میان ارکان در فرآیند انتشار اوراق منفعت می‌باشد.

❁ روابط حقوقی اوراق منفعت

۱. نهاد واسط پس از طی مراحل قانونی و از طریق عامل فروش اوراق منفعت را منتشر کرده و در اختیار سرمایه‌گذاران می‌گذارد.

۲. نهاد واسط با واگذاری اوراق منفعت، وجوه سرمایه‌گذاران را به وکالت از طرف آنان جمع‌آوری می‌کند.

۳. نهاد واسط به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد اجاره با بانی جهت استفاده از منافع دارایی‌های موضوع قرارداد اجاره اقدام می‌نماید.

۴. نهاد واسط در ازای دریافت منافع دارایی موضوع انتشار اوراق، وجوه جمع‌آوری شده را به وکالت از طرف صاحبان اوراق در اختیار بانی قرار می‌دهد.

۵. نهاد واسط به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد حق‌العمل‌کاری با بانی جهت بهره‌برداری از دارایی اقدام می‌نماید.

۶. بانی پس از کسر کارمزد بابت بهره‌برداری از دارایی صرفاً در قالب درصد مشارکت از منفعت ایجاد شده برای دارایی، به‌صورت دوره‌ای منافع علی‌الحساب به دارندگان اوراق پرداخت می‌کند.

❁ مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص اوراق منفعت

کمیته تخصصی فقهی بررسی ساختار انتشار اوراق منفعت را در دستور کار خود قرار داد و بعد از ارائه مباحث توسط کارشناسان و خبرگان، در نهایت بعد از ارائه انواع اوراق منفعت، چنین جمع‌بندی کرد:

«اوراق منفعت منافع آتی دارایی‌های بادوام (مثل واگذاری منافع حاصل از پروژه‌های زیر بنایی چون بزرگراه‌ها): در اوراق منفعت نوع اول، بانی (صاحبان

منافع دارایی‌های بادوام) به منظور حل مشکل نقدینگی خود می‌تواند برای بخشی از منافع حاصل از دارایی، اوراق منفعت منتشر نماید. در این حالت بانی با انتخاب واسط (ناشر) با جمع‌آوری پول از مردم به وکالت از طرف آنان، دارایی بادوام (مانند بزرگراه) را به مبلغ معینی اجاره می‌کند. سپس بانی خالص درآمد حاصل از آن دارایی را از طریق ناشر در اختیار دارندگان اوراق (سرمایه‌گذاران) قرار می‌دهد. دارندگان اوراق می‌توانند اوراق خود را نگهداری کرده از سود اوراق منتفع شوند کما این‌که می‌توانند قبل از سررسید در بازار ثانوی به فروش رسانند.

اوراق منفعت خدمات آتی دارایی‌های بادوام (مثل واگذاری حق استفاده از خدمات شرکت‌های هواپیمایی و هتل‌ها): در اوراق منفعت نوع دوم، شرکت‌های مختلف خدماتی می‌توانند خدمات آینده خود را از طریق انتشار اوراق منفعت واگذار نمایند. در این حالت بانی با جمع‌آوری پول از مردم، خدمات آتی را اجاره می‌دهد. دارندگان اوراق حق دارند در تاریخ معین خودشان برای استفاده از خدمات مراجعه کنند یا این‌که آن اوراق را قبل از سررسید به دیگران واگذار نمایند.

نظر کمیته تخصصی فقهی

کمیته بعد از بررسی ماهیت اوراق منفعت به جمع‌بندی ذیل رسید:

۱. انتشار اوراق منفعت بر پایه قرارداد اجاره اشکالی ندارد، به این بیان که صاحبان منافع دارایی‌های بادوام به جای این‌که دارایی خود را به یک فرد مشخص اجاره دهند، می‌توانند از طریق شرکت واسطه به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق منفعت) اجاره دهند. در نتیجه صاحبان اوراق بر اساس قرارداد اجاره مالک منافع دارایی بادوام خواهند بود.

۲. بازار ثانوی اوراق منفعت به جهت محدودیتی که در قرارداد اجاره هست با مشکل مواجه است، و آن محدودیت این است که در قرارداد اجاره بنا به فتوای مشهور فقهای امامیه، دارایی که اجاره می‌شود را نمی‌توان به مبلغ بالاتری اجاره داد مگر این‌که کاری روی آن صورت گرفته باشد. بر این اساس انتقال این اوراق در بازار ثانوی که به‌طور معمول به مبلغ بالاتر از مبلغ اسمی اوراق است با مشکل فقهی مواجه می‌شود.

۳. برای اطمینان خاطر از مبحث فقهی اجاره استفتائی تنظیم و از مراجع تقلید پرسش شد، به اعتقاد اکثر مراجع تقلید موضوع قرارداد اجاره را تا زمانی که کاری روی آن انجام نگرفته باشد، نمی‌توان به مبلغ بالاتر اجاره داد.

۴. با توجه به ویژگی قرارداد اجاره و فتاوی مراجع تقلید، قرار بر این شد تا ترتیبی اتخاذ شود که ناشر اوراق منفعت به وکالت از طرف خریداران اوراق، کارهای خدماتی مستمر چون بیمه، حفظ و مرمت و خدمات جانبی برای مانند بزرگراه‌ها ارائه نمایند تا مصداق انجام کار محقق شود، تا انتقال آن به مبلغ بالاتر صحیح باشد. (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، مورخ ۱۳۹۱/۲/۲۷)

مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص وجود ضامن در اوراق منفعت

در اوراق منفعت، سرمایه‌گذاران مالک منفعت حاصل از یک دارایی خاص می‌باشند که مبنای انتشار اوراق است و بر مبنای عواید حاصل از منفعت این دارایی مشخص، سود یا زیان سرمایه‌گذاران مشخص می‌شود. البته مصادیق اوراق منفعت با توجه به دارایی مبنای انتشار آن متفاوت است و به‌طور کلی در سه دسته قابل طبقه‌بندی است:

۱. اوراق منفعت نوع اول: منافع دارایی مبنای انتشار این نوع اوراق مانند آزادراه‌ها به‌گونه‌ای است که دارنده اوراق برای کسب تمامی منافع انتظاری حاصل از دارایی باید تا پایان مدت دوره اوراق صبر نماید.

۲. اوراق منفعت نوع دوم: منافع دارایی مبنای انتشار این نوع اوراق مانند هتل‌ها به‌گونه‌ای است که دارنده اوراق برای کسب تمامی منافع انتظاری حاصل از دارایی لازم نیست تا پایان مدت دوره اوراق صبر نماید.

۳. اوراق منفعت نوع سوم: در این نوع اوراق، حق استفاده از خدمات یا سایر حقوق قابل نقل و انتقال مبنای انتشار اوراق منفعت قرار می‌گیرد مانند حق استفاده از مدت زمان مشخصی از ثانیه‌های تبلیغاتی صدا و سیما. براساس این تعریف از اوراق منفعت و انواع آن، سؤالات ذیل در خصوص ابعاد فقهی مطرح است:

۱. آیا وجود رکن ضامن در اوراق منفعت به لحاظ شرعی مجاز است؟
۲. آیا شرکتی که سهامدار عمده بانی است می‌تواند تعهدات بانی در اوراق منفعت را متعهد شود؟
۳. آیا بانی می‌تواند حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت را به نحو شرط ضمن عقد مبنای انتشار اوراق منفعت تعهد نماید؟
۴. آیا در اوراق منفعت می‌توان حق اختیار فروش اوراق با احتساب حداقل سود مورد انتظار برای صاحبان اوراق را شرط کرد؟

نظر کمیته تخصصی فقهی

۱. از لحاظ فقهی وجود شخص ثالثی به عنوان رکن ضامن در فرآیند انتشار اوراق منفعت، با تعیین تعهدات ضامن بدون اشکال است.

۲. پذیرش تعهدات بانی از سوی سهامدار عمده بانی در سررسید از لحاظ شرعی صحیح است.

۳. تعهد بانی به پرداخت حداقل سود انتظاری در اوراق منفعت نوع اول (مانند آزادراه‌ها) در فرض عدم تحقق سود مورد انتظار، به صورت شرط ضمن عقد صحیح است.

۴. چنان‌چه بانی دولت باشد می‌تواند به منظور اعمال سیاست‌های تشویقی، در صورت محقق نشدن پیش‌بینی‌ها و کمتر شدن منفعت انتظاری دارندگان اوراق از حداقل منفعت انتظاری وعده داده شده، داوطلبانه مابه‌التفاوت آن را به دارندگان اوراق پرداخت نماید.

۵. تأمین حداقل سود انتظاری در اوراق منفعت نوع دوم (مانند هتل‌ها) و نوع سوم (مانند پیام‌های بازرگانی) از طریق قرار دادن حق اختیار فروش به صورت





شرط ضمن قرارداد مبنای انتشار اوراق منفعت صحیح است. (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۵/۴/۳۰)

✽ اوراق سلف

نوع دیگری از اوراق بهادار اسلامی که در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران به مرحله انتشار رسیده است، اوراق سلف است. اوراق سلف برای تأمین مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های بخش دولتی و خصوصی کاربرد دارد و قرارداد مبنایی برای انتشار آن، قرارداد سلف است. این اوراق تأییدیه کمیته تخصصی فقهی را اخذ کرده است و بعد از طراحی فرآیند اجرایی و سایر دستورات عمل‌های لازم در بازار سرمایه عملیاتی شده است. در این بخش، ساختار این اوراق و مباحث فقهی مربوطه به اختصار مرور شده است.

✽ مدل عملیاتی اوراق سلف

قرارداد سلف نفتی یک قرارداد مبتنی بر بیع سلف در فقه شیعه است. در این نوع قرارداد خریدار، مقدار معینی کالا را به قیمت مشخصی خریداری می‌کند تا در سررسید خاصی آن را دریافت کند. در فروش سلف ضروری است که تمام قیمت دارایی در ابتدای زمان انعقاد قرارداد پرداخت شود و معامله از لحاظ مالی تسویه شود. چالش‌های اصلی در قرارداد سلف نفتی، عدم نقدشوندگی و نیز ریسک قیمت نفت در سررسید آن است.

برای حل این چالش‌ها، کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار پس از بررسی کارشناسی، اوراق سلف نفتی را در قالب چندین قرارداد و به صورت یک ابزار ترکیبی طراحی و تصویب کرد. بر این اساس، برای حل مشکل نقدشوندگی اوراق، در صورتی که سرمایه‌گذار این اوراق بخواهد قبل از سررسید از این معامله خارج شود، می‌تواند از طریق قرارداد سلف موازی این کار را انجام دهد. قرارداد سلف موازی عبارت است از این که خریدار کالا در قرارداد سلف، در یک معامله سلف مستقل دیگری در جایگاه فروشنده سلف قرار می‌گیرد و مقدار معینی نفت خام را به خریدار دوم می‌فروشد. نکته مهم دیگر این است که قرارداد سلف دوم ربطی به قرارداد سلف اول نداشته و کاملاً مستقل از یکدیگر هستند؛ هم‌چنین قیمت‌ها نیز متفاوت است و براساس قیمت روز کالا است. بدین ترتیب و با برگزاری جلسات کارشناسی متعدد با حضور کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار، وزارت نفت، شرکت ملی نفت ایران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، زمینه طراحی یک ابزار مالی جدید در بازار سرمایه ایران شکل گرفت. این ابزار جدید که حاصل همفکری و تشریک مساعی سازمان‌ها و نهادهای مختلف است، ضمن کمک به تأمین مالی بخشی از نیازهای مالی صنعت نفت، نشان داد که با همکاری نهادهای مختلف کشور می‌توان راهکارهای مفید و اثربخشی برای حل مشکلات کشور ارائه داد.

در خصوص اوراق سلف، انواع مختلفی طراحی شده است و در این بخش سعی می‌شود الگوی عملیاتی اوراق سلف بر مبنای هر کدام از انواع آن تبیین شود.

✽ اوراق سلف با بازدهی نامعین

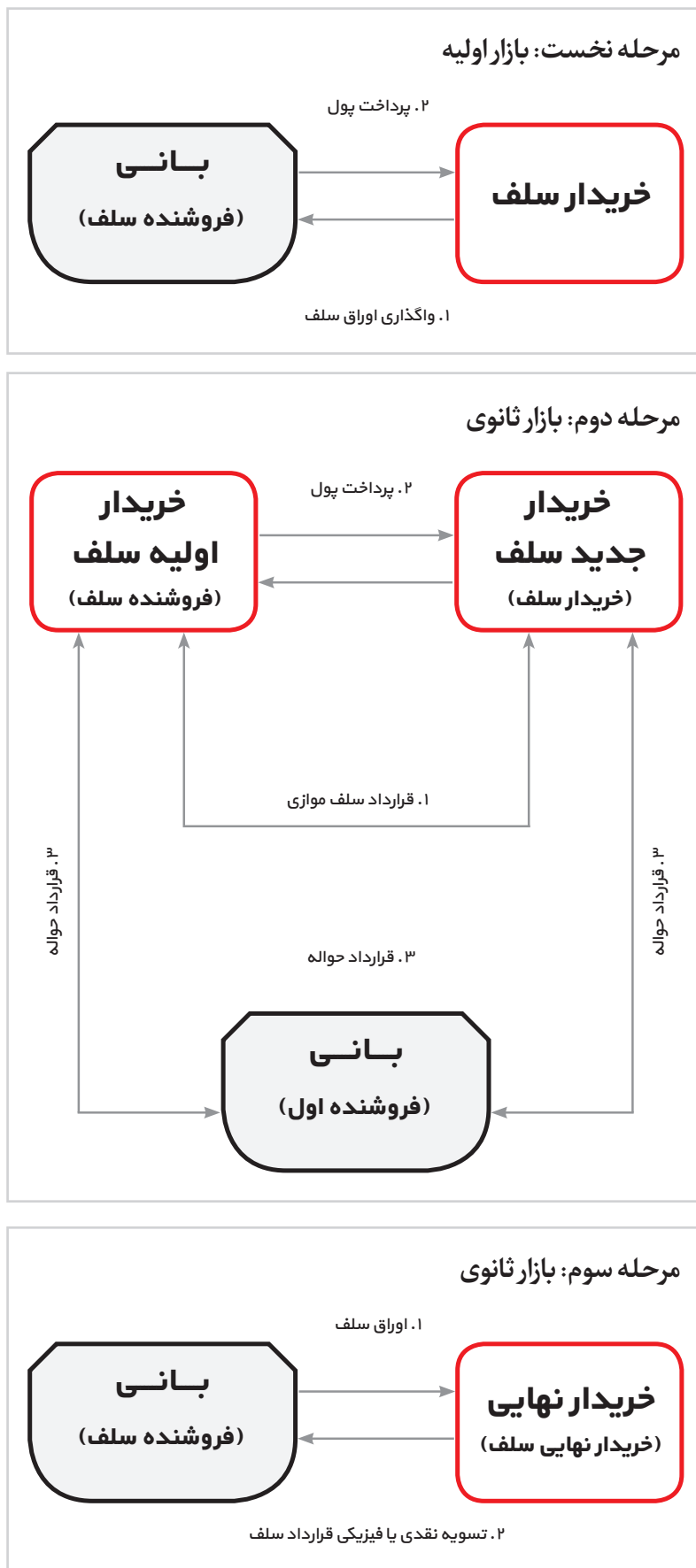
در این نوع، بانی با انتشار اوراق سلف، متعهد می‌شود مقدار معینی از دارایی پایه

موضوع قرارداد را در سررسید مشخص به خریداران تحویل نماید. دارندگان اوراق سلف می‌توانند تا سررسید صبر کرده و دارایی پایه را تحویل بگیرند و یا با فروشنده تسویه نقدی کنند. آن‌ها هم‌چنین می‌توانند در صورت تمایل ضمن قرارداد سلف دیگری و به صورت موازی همان مقدار دارایی را به خریدار دیگری فروخته و با افزودن قرارداد حواله به آن، تحویل آن را به خریدار جدید از طریق فروشنده اول یا بانی انجام دهند. قرارداد سلف مجزا در اصطلاح قرارداد سلف موازی نامیده می‌شود.

بدین ترتیب، خریدار اول از فرآیند خرید و فروش حذف و تنها بانی و خریدار نهایی باقی می‌مانند. فرآیند خرید و فروش دارایی پایه می‌تواند تا سررسید بارها تکرار شود. در این حالت ده‌ها قرارداد سلف موازی و حواله شکل می‌گیرد که براساس آن در هر مرحله، خریداری که قصد فروش سلف موازی را دارد با افزودن قرارداد حواله به قرارداد سلف موازی از بازار ثانوی اوراق سلف خارج می‌شود. این نوع از اوراق سلف با توجه به ریسک نوسانات قیمت دارایی پایه، دارای بازدهی نامعین است و بازدهی آن تابع قیمت دارایی پایه در بازار است.

✽ اوراق سلف با حداقل بازدهی

در این نوع، بانی با انتشار اوراق سلف، متعهد می‌شود مقدار معینی از دارایی پایه موضوع قرارداد را در سررسید مشخص به خریداران تحویل نماید. البته در این نوع از اوراق سلف، به همراه قرارداد سلف حق اختیار فروش تبعی نیز به دارندگان اوراق سلف واگذار می‌شود. اختیار فروش تبعی، اختیار معامله‌ای است که حسب مورد همراه با معامله سلف استاندارد، از سوی عرضه‌کننده به خریدار داده می‌شود که براساس آن خریدار، اختیار فروش مقدار مشخصی از دارایی پایه به «قیمت اعمال» را در تاریخ سررسید خواهد داشت. این اختیار به موجب قرارداد سلف استاندارد منحصراً به خریدار آن انتقال می‌یابد.

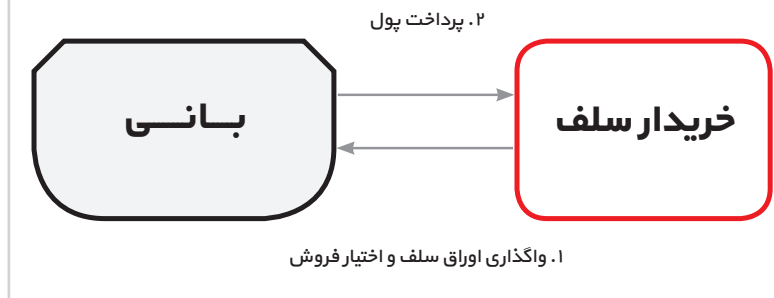


قیمت اعمال، قیمتی است که براساس قرارداد اختیار معامله مذکور می‌توان حسب مورد اقدام به خرید یا فروش دارایی پایه با آن قیمت نمود. دارندگان اوراق سلف می‌توانند تا سررسید صبر کرده و در صورتی که قیمت روز سررسید دارایی پایه بالاتر از قیمت اعمال قرارداد اختیار فروش تبعی باشد، دارایی پایه را تحویل بگیرند و یا با فروشنده تسویه نقدی کنند. هم‌چنین در صورتی که قیمت دارایی پایه پایین‌تر از قیمت اعمال قرارداد اختیار فروش تبعی باشد، از اختیار فروش خود استفاده و به قیمت اعمال با فروشنده (بانی) تسویه نقدی نمایند. آن‌ها هم‌چنین می‌توانند در صورت تمایل و قبل از سررسید اوراق، ضمن قرارداد سلف دیگری و به صورت موازی همان مقدار دارایی را به همراه قرارداد اختیار فروش تبعی آن، به خریدار دیگری فروخته و با افزودن قرارداد حواله به آن، تحویل به خریدار جدید را از طریق فروشنده اول یا بانی انجام دهند.

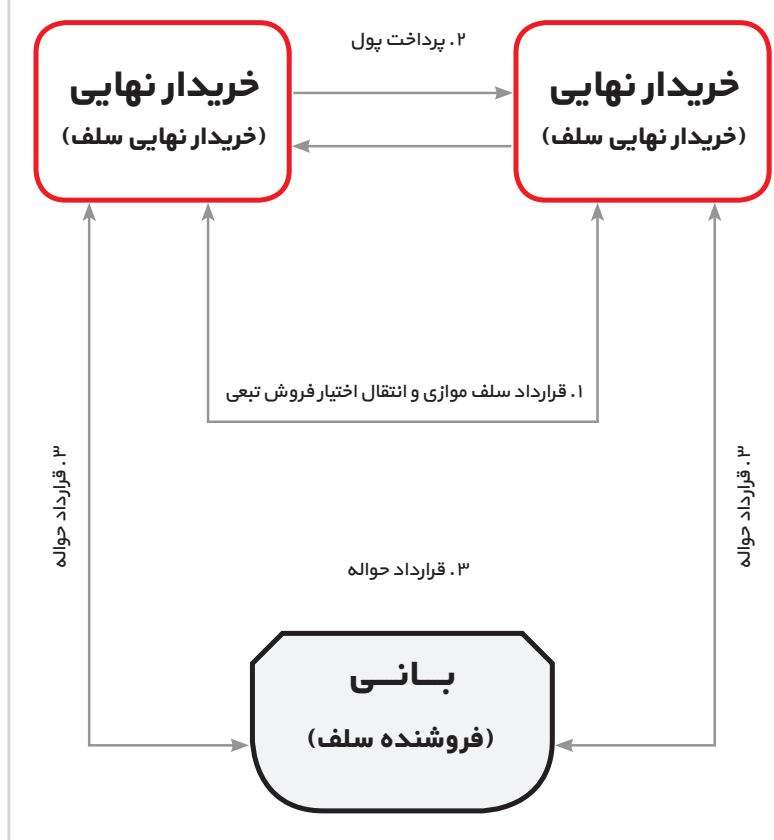
بدین ترتیب، خریدار اول از فرآیند خرید و فروش حذف و تنها بانی و خریدار نهایی باقی می‌مانند. فرآیند خرید و فروش دارایی پایه می‌تواند تا سررسید بارها تکرار شود. در این حالت ده‌ها قرارداد سلف موازی، اختیار فروش تبعی و حواله شکل می‌گیرد که بر اساس آن در هر مرحله، خریداری که قصد فروش سلف موازی را دارد با افزودن قرارداد حواله به قرارداد سلف موازی از بازار ثانوی اوراق سلف خارج می‌شود. این نوع از اوراق سلف با توجه به این‌که به همراه قرارداد سلف، قرارداد اختیار فروش تبعی نیز وجود دارد، ریسک کاهش قیمت دارایی پایه از طریق قرارداد اختیار فروش تبعی پوشش داده می‌شود؛ بنابراین این نوع از اوراق سلف دارای حداقل بازدهی به میزان تفاوت قیمت اعمال اختیار فروش تبعی در سررسید و قیمت قرارداد سلف در زمان انعقاد قرارداد می‌باشد.

شکل ۵. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق سلف با بازدهی نامعین

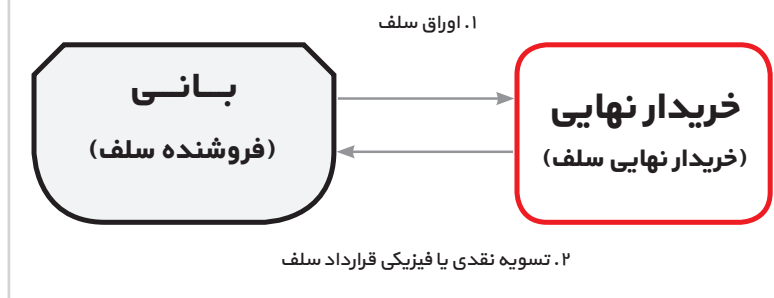
مرحله نخست: بازار اولیه



مرحله دوم: بازار ثانوی



مرحله سوم: بازار ثانوی



شکل ۶. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق سلف با حداقل بازدهی

❁ اوراق سلف با حداقل و حداکثر بازدهی

این نوع از اوراق سلف مشابه نوع دوم است با این تفاوت که علاوه بر قرارداد اختیار فروش تبعی، یک قرارداد اختیار خرید تبعی، نیز روی آن وجود دارد. اختیار خرید تبعی، اختیار معامله‌ای است که حسب مورد همراه با معامله سلف استاندارد، از سوی خریدار به عرضه کننده داده می‌شود که براساس آن عرضه کننده، اختیار خرید مقدار مشخصی از دارایی پایه به «قیمت اعمال» را در تاریخ سررسید خواهد داشت. تعهد موضوع قرارداد اختیار خرید تبعی به موجب قرارداد سلف استاندارد، منحصرأً به خریدار آن انتقال می‌یابد. به دلیل این‌که در این نوع از اوراق هم‌زمان اختیار خرید تبعی برای بانی و اختیار فروش تبعی برای خریدار وجود دارد، حداقل بازدهی دارندگان اوراق سلف، به میزان تفاوت قیمت اعمال قرارداد اختیار فروش تبعی و قیمت دارایی پایه در زمان انعقاد قرارداد و حداکثر بازدهی به میزان تفاوت قیمت دارایی پایه در زمان سررسید و قیمت اعمال قرارداد اختیار خرید تبعی است.

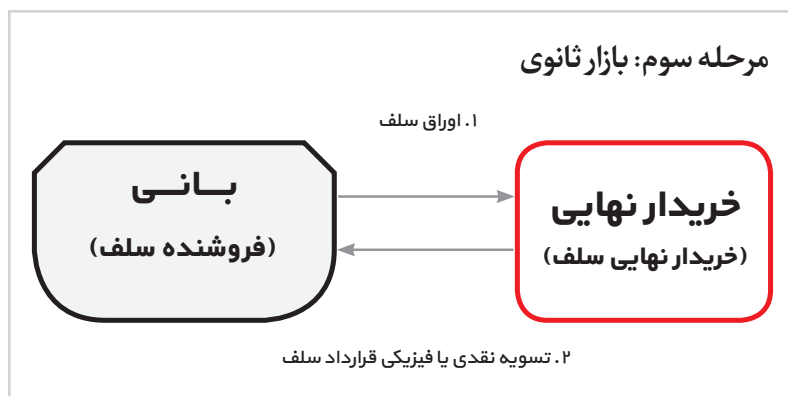
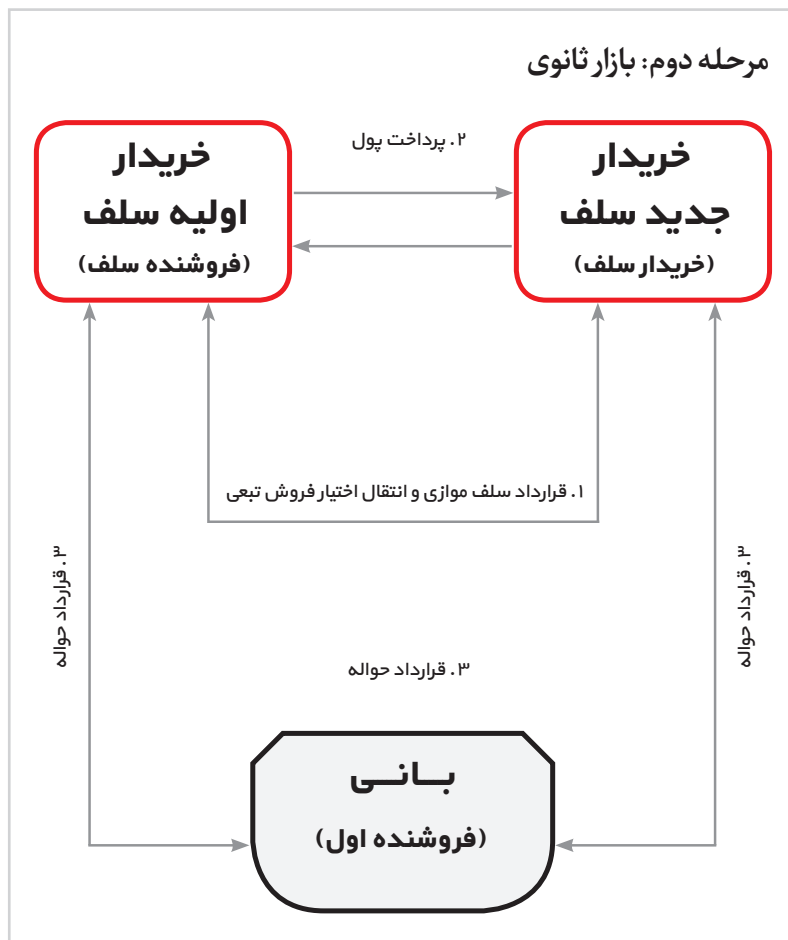
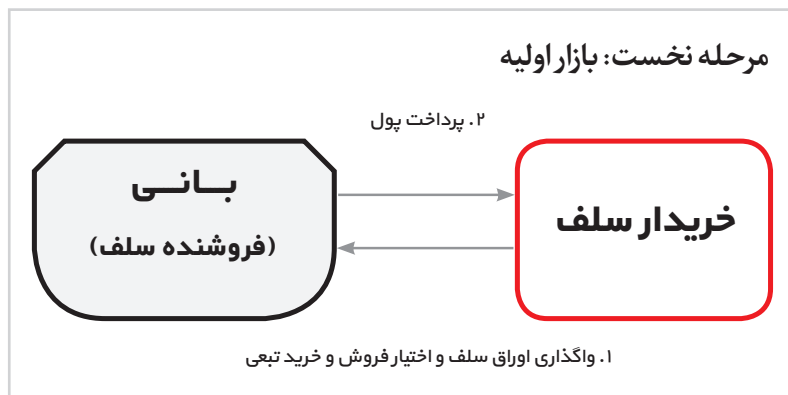
اوراق سلف نوع سوم، ماهیت اوراق سلف نوع دوم را دارد با این تفاوت که یک قرارداد اختیار خرید تبعی و اختیار فروش تبعی بر روی آن وجود دارد. فرآیند عملیاتی این اوراق در شکل روبه‌رو آورده شده است.

همان‌گونه که در شکل‌های فوق نشان داده شده است، اوراق سلف از قرارداد سلف به‌عنوان قرارداد مبنایی در فرآیند انتشار استفاده می‌کند و در کنار قرارداد سلف، قرارداد حواله و قرارداد اختیار معامله نیز در مواردی استفاده می‌شود.

❁ مصوبه کمیته فقهی در خصوص

اوراق سلف

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، بعد از برگزاری چند جلسه در نهایت نظر خود در خصوص ساختار انتشار اوراق سلف



را بررسی کرد. با عنایت به این که پیشنهاد اولیه عملیاتی شدن اوراق سلف برای حوزه قراردادهای نفتی بوده است، مصوبه اول این کمیته متمرکز بر اوراق سلف در حوزه معاملات نفت است ولی در مصوبات بعدی، سایر کالاها نیز مبنای انتشار اوراق قرار گرفت. در ادامه، مصوبه مذکور ارائه می گردد.

مطابق نظر کمیته تخصصی فقهی:

۱. پیش فروش مقدار معینی نفت خام با تعیین اوصاف، زمان، مکان و کیفیت تحویل، از مصادیق عقد سلف بوده و صحیح است. فروشنده سلف می تواند با فروش مقدار معینی نفت خام، گواهی های یکسان (استاندارد) در اختیار خریدار بگذارد تا وی بتواند در سررسید برای تحویل کالا یا تسویه نقدی به فروشنده مراجعه نماید.

۲. خرید و فروش گواهی های سلف نفتی در بازار ثانوی، مصداق خرید و فروش مبیع سلف قبل از سررسید است که مشهور فقهای شیعه مخالف آن بوده و باطل می دانند. این مسئله گرچه از منظر فقهی محل بحث و گفت و گوی علمی است و چه بسا بتوان قول به جواز را تقویت کرد، لکن برای ابزارسازی نیاز به راهکاری مطابق فتوای مشهور هست.

۳. راهکار قرارداد ترکیبی سلف موازی و حواله برای حل مشکل بازار ثانوی صحیح است به این بیان که خریدار سلف نفتی، اقدام به فروش مقدار معینی نفت به صورت سلف مستقل کرده و جهت دریافت کالا به فروشنده نخست سلف (شرکت ملی نفت ایران) حواله می دهد.

۴. برای پوشش ریسک خریداران سلف نفت و فروشنده آن (شرکت ملی نفت ایران) می توان به دوروش عمل کرد:

۴/۱- خریداران و فروشنده سلف نفت (شرکت ملی نفت ایران) ضمن قرارداد سلف نفت شرط می کنند که خریدار سلف حق اختیار فروش مقدار معینی نفت به قیمت معین در سررسید داشته باشد و فروشنده نیز حق اختیار خرید مقدار معینی نفت به قیمت معین در

شکل ۷. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق سلف با حداقل و حداکثر بازدهی

سررسید داشته باشد. همچنین فروشنده سلف نفت (شرکت ملی نفت ایران) ضمن قرارداد سلف نفت اجازه می‌دهد که خریدار سلف این دو اختیار را به خریدار سلف موازی نفت منتقل نماید.

۴٫۲- در این روش، خریداران و فروشنده سلف نفت (شرکت ملی نفت ایران) با انجام قرارداد سلف نفت، در واقع یک بسته کامل قراردادی را به شرح ذیل انشا می‌کنند:

الف) فروشنده سلف مقدار معینی نفت خام به خریدار می‌فروشد؛

ب) با ارائه گواهی سلف به خریدار اجازه می‌دهد با انجام قرارداد سلف موازی خریدار جدید را به فروشنده سلف حواله دهد؛

ج) حق اختیار فروش مقدار معینی نفت به قیمت معین در سررسید را به خریدار سلف می‌فروشد؛

د) حق اختیار خرید مقدار معینی نفت به قیمت معین در سررسید را از خریدار سلف خریداری می‌کند؛

ر) به خریدار سلف اجازه می‌دهد چنین قرارداد ترکیبی را براساس سلف موازی با خریدار جدید داشته باشد.

۵. سازمان بورس و اوراق بهادار حق دارد برای احراز شرط قدرت برتسلیم، تنها به شرکت ملی نفت ایران (یا شرکت‌های تابعه) و به کسانی که گواهی سلف نفت دارند اجازه فروش سلف موازی نفت دهد.

۶. کمیته فقهی از سازمان بورس و اوراق بهادار درخواست دارد تا در تهیه آیین‌نامه و دستورالعمل اجرایی گواهی سلف نفتی دقت لازم صورت گیرد تا قراردادهای سلف موازی و حواله به صورت صحیح و واقعی انجام پذیرد و از فروش گواهی سلف که مصداق فروش مبیع سلف قبل از سررسید است اجتناب گردد.

(مصوبه کمیته تخصصی فقهی، مورخ ۱۳۹۰/۸/۱۸)





❁ قرارداد آتی

بخش هفتم

قراردادهای مشتقه در بازار سرمایه



فعالان اقتصادی از دیرباز با ریسک‌های مختلفی در بازار مواجه بوده‌اند. ریسک‌هایی هم‌چون تغییرات غیرمنتظره بهای کالا، ریسک اعتباری، نوسانات عرضه کالا و مواد اولیه و عدم پایداری طرف معامله به قرارداد (نکول) از این جمله هستند. برای مقابله با این ریسک‌ها، راهبردهای گوناگونی هم‌چون استفاده از پوشش بیمه‌ای، پیش فروش یا پیش خرید کالا، اخذ ضمانتنامه و معامله در بورس وجود دارد. یکی از روش‌های جدید پوشش و مدیریت ریسک در دهه‌های اخیر، استفاده از ابزارهای مشتقه است.

ابزارهای مشتقه به بیان ساده عبارتند از ابزارهایی که ارزش آن‌ها از یک دارایی پایه مانند طلا، سهام و ارز مشتق شده است. این ابزارها معمولاً به چهار گروه قراردادهای آتی خاص (Forward Contract)، قراردادهای آتی (Futures contract)، قراردادهای اختیار معامله (Option contract) و قراردادهای تاخت (Swaps) تقسیم می‌شوند.

بررسی تجارب دنیا نشان می‌دهد، قراردادهای آتی به‌عنوان یکی از ابزارهای مشتقه استاندارد عمده در دهه‌های اخیر مورد توجه بازارهای مالی و کالایی دنیا بوده است به‌طوری‌که قراردادهای آتی از سال ۱۹۷۲ در دنیا شکل گرفت. این سال متقارن با سالی بود که مقررات برتون وودز عملاً کنار گذاشته شد و متعاقباً نوسانات نرخ ارز آغاز گردید؛ چون پیش از آن، براساس تعهدنامه‌ای کشورها موظف بودند، نرخ ارز خود را در مقابل هم ثابت نگه دارند. این ابزار به‌طور خاص در بورس‌های کالایی به دلیل شرایط خاص معاملات نقدی کالایی با اقبال زیادی مواجه شدند. این بورس‌ها که در ابتدای پیدایش، معاملات خود را عمده‌تاً به‌صورت نقدی انجام می‌دادند، با گسترش معاملات قراردادهای مشتقه و به‌طور خاص قراردادهای آتی در بورس‌های کالایی، در حال حاضر معاملات

قراردادهای مشتقه، یکی از مهم‌ترین قراردادهایی است که در بازارهای سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد و بر مبنای آن، طرفین قرارداد در خصوص انجام معامله مشخصی طبق سازوکار معینی که در ابتدا برای طرفین مشخص است، توافق می‌نمایند. با عنایت به اهمیت قراردادهای مشتقه، موضوع جهت بررسی ابعاد فقهی در اختیار کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت و بعد از بررسی به عمل آمده، در نهایت این کمیته برخی از انواع قراردادهای مشتقه را با رعایت موازین شرعی مشخص بلاشکال معرفی نمود.

در این بخش، سعی می‌شود برخی از ابعاد قراردادهای مشتقه در بازار سرمایه ایران با تأکید بر مباحث فقهی آن‌ها مورد بحث و بررسی قرار گیرد. برای این منظور، بعد از معرفی ابعاد اجرایی آنها، مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص هر موضوع ارائه خواهد شد.





اصلی خود را بر روی قراردادهای مشتقه انجام می‌دهند. البته، راه‌اندازی قراردادهای مشتقه به زمانی بسیار قبل از راه‌اندازی قراردادهای آتی برمی‌گردد؛ چراکه راه‌اندازی قراردادهای مشتقه از قرن‌ها قبل و با راه‌اندازی قراردادهای آتی خاص بر روی کالاهای کشاورزی شکل گرفت.

❁ معرفی قرارداد آتی

قرارداد آتی توافق‌نامه‌ای مبتنی بر خرید یا فروش دارایی در زمان معین در آینده و با قیمت مشخص است. این قیمت توافقی، قیمت آتی نامیده می‌شود. قراردادهای آتی، قراردادهایی قابل معامله، قابل مذاکره و استاندارد شده برای خرید یا فروش یک دارایی پایه هستند. استاندارد بودن بدین معنی است که کمیت، کیفیت و خصوصیات فنی دارایی پایه و تاریخ و محل تحویل آن باید بر طبق ضوابط بورس، استاندارد باشد.

اگرچه قرارداد آتی، قراردادی برای تحویل یک دارایی است ولی تحویل به ندرت اتفاق می‌افتد و طرفین عمدتاً پیش از سررسید قرارداد و با اتخاذ موقعیت معکوس (با سود یا زیان) از بازار خارج می‌شوند. علت این امر آن است که تحویل دادن یا تحویل گرفتن کالا تحت شرایط قرارداد آتی، اغلب مشکل و در مواردی نسبتاً پرهزینه است. این موضوع در مورد پوشش‌دهندگان ریسک که می‌خواهند تحت شرایط قرارداد آتی خرید و فروش کنند، هم صدق می‌کند. لذا یک پوشش‌دهنده ریسک معمولاً ترجیح می‌دهد که موقعیت معاملاتی آتی خود را مسدود کند و خرید یا فروش دارایی را به شیوه معمول در بازارهای نقدی انجام دهد. بستن یک موقعیت معاملاتی به معنی ورود در یک معامله جدید و اتخاذ یک موقعیت معاملاتی عکس حالت قبلی است. کاربرد اصلی مشتقات و از جمله قرارداد آتی در مدیریت ریسک است. شرکت‌ها به خاطر ماهیت فعالیت‌هایشان با ریسک مواجه هستند. برخی از این ریسک‌ها قابل قبولند اما برخی از ریسک‌ها قابل پذیرش نیستند و باید مدیریت یا حذف شوند. قرارداد آتی برای مدیریت انواع گوناگون ریسک‌ها به کار می‌رود. از جمله این ریسک‌ها می‌توان به ریسک قیمت اشاره نمود. به عنوان مثال یک شرکت هواپیمایی از طریق قرارداد آتی می‌تواند هزینه سوخت خود را پوشش ریسک دهد.

نقطه مقابل پوشش ریسک، سفته‌بازی است. سفته‌باز شخصی است که قصد پوشش ریسک ندارد بلکه از طریق پیش‌بینی صحیح نوسانات قیمت، قصد دستیابی به سود را دارد. از آنجایی که یک پوشش‌دهنده ریسک نمی‌تواند به سادگی پوشش‌دهنده ریسک دیگری را با نیازهای متضاد پیدا کند، ریسک یک پوشش‌دهنده ریسک در بسیاری از بازارهای مالی دنیا باید توسط یک سفته‌باز پذیرفته شود. به عبارت دیگر، ضرورتاً در بازارهای مالی، طرفین یک قرارداد آتی، افرادی با انگیزه پوشش ریسک نیستند و ممکن است در مقابل یک طرف قرارداد که قصد پوشش ریسک دارد، طرف دیگری با انگیزه سفته‌بازی اقدام به انعقاد قرارداد نماید.

❁ تعریف قرارداد آتی در ایران

با توجه به مزیت‌های فراوان قرارداد آتی، سازمان بورس و اوراق بهادار در نخستین

سال تشکیل کمیته تخصصی فقهی، بررسی فقهی امکان استفاده از این ابزار مالی را در دستور کار قرار داد و با برگزاری هشت جلسه، راه‌کارهای استفاده از این ابزار را مورد بررسی دقیق قرار داده و راحل‌های فقهی برای استفاده از آن در بازار سرمایه ارائه داد. بر این اساس، قرارداد آتی سکه بهار آزادی برای نخستین بار در ۱۳۸۷/۰۹/۰۵ در بورس کالای ایران معامله شد. در حال حاضر، بازار قراردادهای آتی در مورد برخی کالاها همچنان به نیازهای متقاضیان پاسخ می‌دهد.

مطابق دستورالعمل انجام معاملات قراردادهای آتی، این قراردادها چنین تعریف شده‌اند: «قرارداد آتی، قراردادی است که فروشنده براساس آن متعهد می‌شود در سررسید معین، مقدار معینی از کالای مشخص را به قیمتی که الآن تعیین می‌کند، بفروشد و در مقابل طرف دیگر قرارداد متعهد می‌شود آن کالا را با آن مشخصات خریداری کند و برای جلوگیری از امتناع طرفین از انجام قرارداد، طرفین به صورت شرط ضمن عقد متعهد می‌شوند مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد اتاق پایاپای بگذارند و متعهد می‌شوند متناسب با تغییرات قیمت آتی، وجه تضمین را تعدیل کنند و اتاق پایاپای از طرف آنان وکالت دارد متناسب با تغییرات، بخشی از وجه تضمین هر یک از طرفین را به عنوان اباحه تصرف در اختیار دیگری قرار دهد و او حق استفاده از آن را خواهد داشت تا در سررسید با هم تسویه کنند.»

تعریف فوق الذکر، مبتنی بر مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص معرفی ساختار منطبق با شریعت برای آن قراردادهاست.

❁ مصوبه کمیته تخصصی فقهی در خصوص قراردادهای آتی

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار بعد از استماع نظرات تخصصی کارشناسان، در نهایت در خصوص ماهیت



مطابق مصوبه شورای عالی بورس و اوراق بهادار «اوراق اختیار معامله، اوراق بهاداری است که به موجب آن فروشنده اوراق متعهد می شود در صورت درخواست خریدار، مقدار مشخصی از دارایی مورد نظر را به قیمت معین معامله کند. خریدار اوراق می تواند در زمان یا زمان های معینی در آینده طبق قرارداد، معامله را انجام دهد. فروشنده اوراق اختیار معامله در قبال این تعهد مبلغ معینی از خریدار اوراق دریافت می کند. برای جلوگیری از امتناع فروشنده اوراق از انجام قرارداد، ضمن قرارداد متعهد می شود مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد کارگزار بورس یا اتاق پایاپای قرار دهد و متناسب با تغییرات قیمت اوراق اختیار معامله آن را تعدیل کند. هریک از خریدار و فروشنده می توانند در مقابل مبلغی معین اختیار یا تعهد خود را به شخص ثالثی واگذار کنند که وی جایگزین آن ها خواهد بود.»



فقهی اصل قرارداد آتی، راهکارهای ذیل را پیشنهاد کرد: (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۸۶/۸/۱۸)

۱. استفاده از قرارداد صلح، به این بیان که فروشنده مقدار معینی از کالای خاص تحویلی آینده را در مقابل مبلغی معین صلح کند.
۲. استفاده از قرارداد تعهد در مقابل تعهد، به این بیان که فروشنده متعهد می شود مقدار معینی از کالای خاص را در آینده در مقابل مبلغی معین بفروشد و خریدار متعهد می شود آن را خریداری کند.
۳. استفاده از قرارداد سلف، به این بیان که فروشنده مقدار معینی از کالای خاص تحویلی آینده را در مقابل مبلغی معین به صورت سلف می فروشد و کل قیمت را دریافت می کند و در ضمن آن متعهد می شود مقدار دیگری از آن کالا را در آینده در مقابل مبلغی معین به صورت نقد بفروشد.

۴. استفاده از قرارداد خرید تعهد فروش، به





این بیان که خریدار با پرداخت مبلغی معین، تعهد فروشنده مبنی بر فروش مقدار معینی از کالای خاص در آینده را خریداری می‌کند.

۵. استفاده از قرارداد ضمانت، به این بیان که فروشنده عرضه مقدار مشخصی از کالا را به قیمت معین در آینده ضمانت می‌کند.

۶. قولنامه، به این بیان که دو طرف بر معامله توافق می‌کنند و نهایی شدن معامله را به زمان خاصی واگذار می‌کنند.

سپس کمیته روی این راهکارها بحث کرد و در نهایت راهکار دوم را نسبت به سایر راهکارها برای تبیین اصل قرارداد آتی ترجیح داد. سپس، در خصوص ویژگی‌های مارجین و مبنای فقهی آن وارد بحث و بررسی شد و بعد از چند جلسه بحث و بررسی، چنین جمع‌بندی کرد:

۱. مارجین با تمام ویژگی‌های آن می‌تواند به عنوان شرط ضمن عقد قرارداد آتی مطرح شود.

۲. انتقال بخشی از مارجین یکی از طرفین قرارداد به دیگری به صرف تغییر قیمت مبنای حقوقی قابل قبول ندارد و شبیه اکل مال به باطل به نظر می‌رسد.

سپس در ادامه در خصوص شبیه فوق الذکر بحث شد و سه راهکار فقهی به شرح ذیل ارائه شد:

۱. طرفین قرارداد، مطابق شرط ضمن عقد، مبلغ معینی را به عنوان مارجین، نزد کارگزار ودیعه بگذارند و متعهد شوند متناسب با تغییرات آتی مبلغ مارجین به لحاظ حسابداری تغییر پیدا کند اما مارجین هریک از طرفین در ملکیت خود او باقی بماند تا روزی که یا معامله به سر رسید برسد یا یکی از طرفین بخواهد با واگذاری معامله به دیگری از معامله خارج گردد، در آن صورت در قبال واگذاری معامله (فروش) مارجین نهایی (که ممکن است بیشتر یا کمتر از مارجین اولیه خودش باشد) را دریافت کرده خارج می‌شود. در این صورت مارجین گرفته شده قیمت واگذاری (فروش) آتی خواهد بود و شبیه اکل مال به باطل راه ندارد.

۲. طرفین قرارداد، مطابق شرط ضمن عقد، علاوه بر مطالبی که در راهکار اول گذشت، متعهد می‌شوند متناسب با تغییر قیمت آتی به صورت علی الحساب مبلغی را به عنوان قرض در اختیار یکدیگر بگذارند تا در سر رسید یا موقع خروج از معامله با هم تسویه کنند.

۳. طرفین قرارداد، مطابق شرط ضمن عقد، علاوه بر مطالبی که در راهکار اول گذشت، به کارگزار وکالت می‌دهند متناسب با تغییر قیمت آتی بخشی از مارجین طرفین را در اختیار طرف دیگر قرار دهد و او اذن تصرف در آن اموال را داشته باشد تا در سر رسید یا هنگام خروج از معامله با هم تسویه کنند.

کمیته بعد از بررسی راهکارهای سه‌گانه به این جمع‌بندی رسید که راهکار نخست هیچ مشکل فقهی ندارد و قابل اجراست و در صورت نیاز به بیش از راهکار اول (اینکه طرفین بتوانند روزانه از تغییر قیمت بهره‌برداری کنند)، می‌توان از راهکار سوم نیز استفاده کرد. (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۸۶/۹/۷)

❁ قرارداد اختیار معامله

قرارداد اختیار معامله، یکی دیگر از انواع قراردادهای مشتقه است که به پشوانه مصوبه کمیته تخصصی فقهی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران عملیاتی شده است. قرارداد اختیار معامله، قراردادی است که به موجب آن یک طرف قرارداد این حق را پیدا می‌کند که در ازای پرداخت رقم مشخصی، حق انجام معامله معینی را در تاریخ معینی در آینده یا تا تاریخ معینی در آینده داشته باشد. قرارداد اختیار معامله نیز مشابه قراردادهای آتی می‌تواند برای پوشش ریسک برخی مخاطرات مورد استفاده قرار گیرد.

❁ معرفی قرارداد اختیار معامله

قرارداد اختیار معامله، یکی دیگر از انواع قراردادهای مشتقه است که می‌توان برای پوشش برخی از انواع ریسک‌ها مورد استفاده قرار گیرد. در این قرارداد، یک طرف معامله حق انجام معامله معینی در آینده را در ازاء پرداخت رقم معینی به دست خواهد آورد.

طرفین این قرارداد عبارتند از:

- خریدار حق اختیار معامله؛ فردی است که با پرداخت مبلغ معین حق انجام معامله معینی را در آینده دریافت خواهد کرد.

- فروشنده حق اختیار معامله؛ فردی است که با دریافت مبلغ معین، ملزم است در صورتیکه خریدار قرارداد اختیار معامله تمایل داشت، معامله موضوع قرارداد را انجام دهد.

قراردادهای اختیار معامله از منظر نوع معامله موضوع قرارداد ابعاد متفاوتی دارند که در ادامه سعی می‌شود برخی از انواع مهم آن‌ها تبیین شود.

- قرارداد اختیار خرید؛ قراردادی است که به خریدار این حق را می‌دهد در آینده کالای معینی را به قیمت معین خریداری نماید.

- قرارداد اختیار فروش؛ قراردادی است که به خریدار این حق را می‌دهد در آینده کالای معینی را به قیمت معین بفروشد.

تعریف قرارداد اختیار معامله در ایران

در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، قرارداد اختیار معامله با رویکرد اوراق اختیار معامله مدون و قانون مند شده است. این موضوع عمدتاً به دلیل پیروی از قوانین بالادستی در حوزه بازار سرمایه است. از این روی، همان گونه که در ادامه نیز ذکر خواهد شد، قرارداد اختیار معامله در قالب یک ورقه بهادار قابل معامله تعریف شده است؛ این موضوع به ماهیت این قرارداد لطمه نزده است و در عین حال، در تعریف سعی شده است مصوبه کمیته تخصصی فقهی (که در ادامه خواهد آمد) نیز رعایت شود.

مطابق مصوبه شورای عالی بورس و اوراق بهادار، «اوراق اختیار معامله، اوراق بهاداری است که به موجب آن فروشنده اوراق متعهد می شود در صورت درخواست خریدار، مقدار مشخصی از دارایی مورد نظر را به قیمت معین معامله کند. خریدار اوراق می تواند در زمان یا زمان های معینی در آینده طبق قرارداد، معامله را انجام دهد. فروشنده اوراق اختیار معامله در قبال این تعهد مبلغ معینی از خریدار اوراق دریافت می کند. برای جلوگیری از امتناع فروشنده اوراق از انجام قرارداد، ضمن قرارداد متعهد می شود مبلغی را به عنوان وجه تضمین نزد کارگزار بورس یا اتاق پایاپای قرار دهد و متناسب با تغییرات قیمت اوراق اختیار معامله آن را تعدیل کند. هریک از خریدار و فروشنده می توانند در مقابل مبلغی معین اختیار یا تعهد خود را به شخص ثالثی واگذار کنند که وی جایگزین آن ها خواهد بود.» (مصوبه شورای عالی بورس، ۱۳۸۸/۵/۵)

مصوبه کمیته فقهی در خصوص

قرارداد اختیار معامله

در خصوص قراردادهای اختیار معامله، چهار مسئله به شرح زیر باید مدنظر قرار گیرد:

۱. در قرارداد اختیار معامله، تا زمانی که قرارداد منعقد نشده، اختیار معامله ارزش

مالی ندارد، چگونه با انعقاد قرارداد دارای ارزش مالی می شود؟

۲. در قرارداد اختیار معامله، قیمت در قبال چه چیزی قرار می گیرد؟ و چه چیزی به خریدار منتقل می گردد؟

۳. ماهیت قرارداد اختیار معامله چیست؟ بیع، بیمه، عربون، عقد مستقل؟

۴. آیا حکم شرعی قرارداد اختیار معامله، برای انواع شرکت کنندگان در بازار (پوشش دهندگان ریسک و سرمایه گذاران مالی) یکسان است؟

نتایج شرعی قرارداد اختیار معامله

کمیته بعد از بررسی دیدگاه های مختلف فقهی به نتایج زیر رسید.

۱. گرچه گزینه های مختلف خرید یا فروش که حق طبیعی هر فرد است از سنخ حکم شرعی بوده و ارزش مالی ندارند لکن وقتی کسی یکی از آن گزینه ها را تعهد می دهد آن گزینه نزد عرف ارزش مالی پیدا می کند و قابل معامله می گردد.

۲. قراردادهای اختیار معامله (اختیار خرید و اختیار فروش) از سنخ تعهدات هستند به این بیان که فروشنده اختیار، متعهد می شود در صورت درخواست مشتری، کالا یا سهام معینی را به قیمت معین خرید یا فروش کند و در مقابل این تعهد از مشتری وجهی دریافت می کند که به آن قیمت اختیار معامله می گویند. به عبارت دیگر خریدار اختیار، با پرداخت مبلغی تعهد فرد دیگری مبنی بر انجام عمل حقوقی خرید یا فروش را خریداری می کند. بنا بر این قرارداد اختیار معامله قرارداد مستقلی خواهد بود.

۳. با توجه به ماهیت قرارداد اختیار معامله که قرارداد مستقل و جدیدی است در صورت رعایت ضوابط عمومی قراردادهای مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت ربا، می تواند قرارداد صحیحی باشد. و با توجه به این که در قراردادهای اختیار معامله (اختیار خرید و اختیار فروش) این ضوابط رعایت می شود این معاملات محکوم به صحت خواهند بود.

۴. بعد از تعهد فروشنده و دریافت وجه، مشتری حق اختیار خرید یا فروش پیدا می کند، مشتری می تواند در سررسید، این حق را اعمال کند یا از آن دست بردارد کما این که قبل از سررسید می تواند این حق را به دیگری بفروشد. در نتیجه معاملات بعدی اختیار معامله از سنخ خرید و فروش حق خواهد بود.

در تنظیم آیین نامه ها و دستورالعمل های اجرایی بایستی دقت شود تا از معاملات صوری و بی رویه که موجب بطلان قرارداد و اختلال اقتصادی می شود اجتناب شود. (مصوبه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۸۷/۸/۲۹)

بعد از تصویب قرارداد اختیار معامله به شرح فوق در کمیته تخصصی فقهی، سازمان بورس و اوراق بهادار دستورالعمل ها و سایر رویه های قانونی برای اجرایی کردن آن را در دستور کار قرار داد و هم اکنون، قرارداد اختیار معامله در کنار قرارداد آتی در بازار سرمایه عملیاتی شده است.



