



# مبانی فقهی - اقتصادی نهادهای مالی بازار سرمایه اسلامی

حسن آقا نظری



پژوهشگاه حوزه و دانشگاه

بهار ۱۳۹۲

نظری، حسن آقا، ۱۳۲۸-  
مبانی فقهی - اقتصادی نهادهای مالی بازار سرمایه اسلامی / حسن آقا نظری. - قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، ۱۳۹۲.  
یازده، ۱۵۶ص: نمودار، جدول. - (پژوهشگاه حوزه و دانشگاه؛ ۲۳۲: اقتصاد؛ ۲۱)  
ISBN: 978-600-298-011-3  
بها: ۴۲۰۰۰ ریال  
فهرست نویسی براساس اطلاعات فیبا.  
کتابنامه: ص [۱۵۲]-۱۵۴؛ همچنین به صورت زیرنویس.  
نمایه.  
۱. سازمان های مالی. ۲. بازار سرمایه. ۳. امور مالی - جنبه های مذهبی - اسلام. ۴. اسلام و اقتصاد. الف.  
پژوهشگاه حوزه و دانشگاه. ب. عنوان.  
۱۳۹۲ م ۲ ن / HG ۱۷۳ / ۱ / ۳۳۲  
شماره کتابشناسی ملی  
۳۰۱۸۸۴۶



## مبانی فقهی - اقتصادی نهادهای مالی بازار سرمایه اسلامی

مؤلف: حسن آقا نظری

ویراستار: سعیدرضا علی عسکری

صفحه آرای: کاما

چاپ اول: بهار ۱۳۹۲

تعداد: ۱۰۰۰ نسخه

لیتوگرافی: سعیدی

چاپ: قم - سبحان

قیمت: ۴۲۰۰۰ تومان

کلیه حقوق برای پژوهشگاه حوزه و دانشگاه محفوظ و نقل مطالب با ذکر مأخذ بلامانع است.

قم: ابتدای شهرک پردیسان، بلوار دانشگاه، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، تلفن: ۲۱۱۱۱ - ۰۲۵۱ (انتشارات: ۲۱۱۱۳۰۰) نمابر: ۲۸۰۳۰۹۰، ص.پ. ۳۱۵۱ - ۲۷۱۸۵ ● تهران: خ انقلاب، بین وصال و قدس، نبش کوی اُسکو، تلفن: ۶۶۴۰۲۶۰۰ - ۰۲۱ و ۶۶۹۷۸۹۲۰

Website: [www.rihu.ac.ir](http://www.rihu.ac.ir)

Email: [info@rihu.ac.ir](mailto:info@rihu.ac.ir)

## سخن پژوهشگاه

پژوهش در علوم انسانی [به منظور شناخت، برنامه‌ریزی و ضبط و مهار پدیده‌های انسانی] در راستای سعادت واقعی بشر ضرورتی انکارناپذیر و استفاده از عقل و آموزه‌های وحیانی در کنار داده‌های تجربی و در نظر گرفتن واقعیت‌های عینی و فرهنگ و ارزش‌های اصیل جوامع، شرط اساسی پویایی، واقع‌نمایی و کارایی این‌گونه پژوهش‌ها در هر جامعه است.

پژوهش کارآمد در جامعه ایران اسلامی در گرو شناخت واقعیت‌های جامعه از یک‌سو و اسلام به عنوان متقن‌ترین آموزه‌های وحیانی و اساسی‌ترین مؤلفه فرهنگ ایرانی از سوی دیگر است؛ از این‌رو، آگاهی دقیق و عمیق از معارف اسلامی و بهره‌گیری از آن در پژوهش، بازنگری و بومی‌سازی مبانی و مسائل علوم انسانی از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است.

توجه به این حقیقت راهبردی از سوی امام خمینی (ره) بنیانگذار جمهوری اسلامی، زمینه شکل‌گیری دفتر همکاری حوزه و دانشگاه را در سال ۱۳۶۱ فراهم ساخت و با راهنمایی و عنایت ایشان و همت اساتید حوزه و دانشگاه، این نهاد علمی شکل گرفت. تجربه موفق این نهاد، زمینه را برای گسترش فعالیت‌های آن فراهم آورد و با تصویب شورای گسترش آموزش عالی در سال ۱۳۷۷ «پژوهشکده حوزه و دانشگاه» تأسیس شد و در سال ۱۳۸۲ به «مؤسسه پژوهشی حوزه و دانشگاه» و در سال ۱۳۸۳ به «پژوهشگاه حوزه و دانشگاه» ارتقا یافت.

پژوهشگاه تاکنون در ایفای رسالت سنگین خود خدمات فراوانی به جوامع علمی ارائه نموده است که از آن جمله می‌توان به تهیه، تألیف، ترجمه و انتشار ده‌ها کتاب و نشریه علمی اشاره کرد.

کتاب حاضر به عنوان منبع اصلی دروس اقتصاد اسلامی و مالی اسلامی در سطوح تحصیلات تکمیلی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

از استادان و صاحب‌نظران ارجمند تقاضا می‌شود با همکاری، راهنمایی و پیشنهادهای اصلاحی خود، این پژوهشگاه را در جهت اصلاح کتاب حاضر و تدوین دیگر آثار مورد نیاز جامعه دانشگاهی یاری دهند.

در پایان پژوهشگاه لازم می‌داند از پدیدآورنده محترم اثر جناب حجت‌الاسلام والمسلمین حسن آقا نظری و همچنین ارزیاب محترم حجت‌الاسلام والمسلمین جناب آقای دکتر سیدعباس موسویان تشکر نماید.

## فهرست مطالب

پیشگفتار	۱
<b>بخش اول: مباحث مقدماتی نهادهای مالی و نقش آنها / ۵</b>	
<b>فصل اول: ساختار نظام مالی متعارف (پایه بانکی و پایه بازار)</b>	۷
۱. موضوع تحقیق	۸
۲. مسئله اساسی تحقیق	۸
۳. فرضیه‌ها	۹
۴. روش تحقیق	۹
۵. ساختار مالی متعارف (پایه بانکی و پایه بازار)	۹
۱-۵. ساختار نظام مالی پایه بانکی	۹
چالش ساختار نظام مالی پایه بانکی	۱۰
۲-۵. ساختار نظام مالی پایه بازار	۱۰
چالش‌های ساختار نظام مالی پایه بازار	۱۱
۱. چیرگی نقش بازارهای مالی	۱۱
۲. انتقال ریسک	۱۲
○ خلاصه فصل	۱۳
○ پرسش‌های فصل	۱۳
○ منابعی برای مطالعه بیشتر	۱۴
○ منابع و مأخذ	۱۴
<b>فصل دوم: نقش نهادهای مالی در توسعه بازار سرمایه</b>	
۱. نظام مالی و بخش‌های آن	۱۶
الف) ابزارهای مالی	۱۷

۱۷	- سهم
۱۷	- بدهی
۱۷	- مشتقات
۱۸	- انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)
۱۸	(ب) بازارهای مالی
۱۹	- بازار اولی و ثانوی
۱۹	- بازار مستقیم و واسطه‌ای
۲۰	- مزایا و معایب تأمین مالی مستقیم
۲۱	- بازار پول و سرمایه
۲۲	(ج) نهادهای مالی
۲۳	یکم. انواع نهادهای مالی
۲۳	- بانک‌های تجاری
۲۳	دوم. نهادهای مالی غیر بانکی و انواع آن
۲۳	- بانک‌های سرمایه‌گذاری
۲۴	- مؤسسات بیمه عمر
۲۵	- بیمه‌های عمومی
۲۶	- شرکت‌های تأمین مالی
۲۷	- شرکت‌های سرمایه‌گذاری
۲۸	- تعاونی‌های اعتبار
۲۹	- صندوق‌های بازنشستگی
۳۰	۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری و انواع آن
۳۰	۱-۲. تعریف
۳۱	۲-۲. طبقه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری براساس ساختار سرمایه
۳۱	- صندوق با سرمایه ثابت (سرمایه بسته)
۳۲	- صندوق با سرمایه متغیر (سرمایه باز)
۳۲	۳-۲. طبقه‌بندی صندوق براساس افق سرمایه‌گذاری
۳۲	۱-۳-۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت
۳۲	۲-۳-۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت
۳۲	۱-۲-۳-۲. صندوق‌های اوراق بهادار با درآمد ثابت یا صندوق‌های اوراق قرضه
۳۳	۲-۲-۳-۲. صندوق‌های سهام
۳۴	۳-۲-۳-۲. صندوق‌های ترکیبی (مختلط)
۳۴	۳. اهداف صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۳۵	۴. نهادهای مالی در ایران
۳۵	۱-۴. شرکت‌های سرمایه‌گذاری

۳۵	.....	۲-۴. طبقه‌بندی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران برحسب تنوع فعالیت
۳۶	.....	۳-۴. مشاوره سرمایه‌گذاری
۳۷	.....	۴-۴. شرکت‌های تأمین سرمایه
۳۷	.....	۵-۴. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری
۳۸	.....	۶-۴. صندوق‌های زمین و ساختمان
۳۹	.....	۵. نقش نهادهای مالی در بازار سرمایه
۴۰	.....	۱-۵. کاهش هزینه‌های تحقیق و پردازش اطلاعات
۴۰	.....	۲-۵. کاهش ریسک از طریق متنوع‌سازی
۴۰	.....	۳-۵. وساطت در انطباق سررسیدها
۴۱	.....	۴-۵. کاهش هزینه‌های عقد قرارداد
۴۱	.....	۵-۵. نظارت بر نهادهای تابعه
۴۱	.....	۶-۵. ایجاد مکانیسم پرداخت
۴۲	.....	○ خلاصه فصل
۴۳	.....	○ پرسش‌های فصل
۴۴	.....	○ منابعی برای مطالعه بیشتر
۴۵	.....	○ منابع و مأخذ
۴۶	.....	<b>فصل سوم: نقش نظام مالی متعارف در شکل‌گیری بحران مالی غرب</b>
۴۷	.....	۱. گرایش درونی نظام سرمایه‌داری به انباشت بدهی
۴۸	.....	۲. نامحدود فرض کردن سرمایه مالی
۴۹	.....	○ خلاصه فصل
۴۹	.....	○ پرسش‌های فصل
۵۰	.....	○ منابعی برای مطالعه بیشتر
۵۰	.....	○ منابع و مأخذ

### بخش دوم: زیرساخت‌های فقهی - حقوقی نهادهای بازار سرمایه / ۵۱

۵۳	.....	<b>فصل اول: مالکیت حقوقی نهادهای مالی</b>
۵۴	.....	۱. پیدایش مفهوم شخصیت حقوقی
۵۴	.....	۲. پیشینه موضوع
۵۴	.....	۳. تمایز مفهوم شخص حقیقی و شخصیت حقوقی
۵۵	.....	۴. آثار شخصیت حقوقی
۵۶	.....	۵. گرایش فقهی در مورد شخصیت حقوقی
۵۶	.....	الف) نفی شخصیت حقوقی

۵۷	ب) پذیرش شخصیت حقوقی
۵۷	۶. تطبیقات ملکیت عناوین حقوقی در منابع فقهی (ملکیت جهت)
۵۸	الف) ملکیت امام (ع) (حاکم اسلامی)
۵۸	ب) ملکیت عموم مسلمانان (امت اسلامی)
۵۹	ج) ملکیت عناوین موقوفه
۵۹	۱. سیره عقلایی
۶۰	۲. سیره متشرعه
۶۱	۷. امکان ثبوتی اعتبار «شخصیت حقوقی»
۶۲	۱. حقوق مورد اعتبار عقلا
۶۲	۲. اهلیت عناوین حقوقی برای ملکیت و ذمه
۶۳	۸. اثبات شخصیت حقوقی
۶۵	اشکال اول
۶۵	جواب اشکال
۶۶	اشکال دوم
۶۷	جواب اشکال
۶۹	○ خلاصه فصل
۷۱	○ پرسش‌های فصل
۷۱	○ منابعی برای مطالعه بیشتر
۷۲	○ منابع و مأخذ
۷۳	<b>فصل دوم: تحلیل الزامات فقهی نهادهای مالی بازار سرمایه</b>
۷۴	۱. قاعده نفی غرر
۷۵	۱. بیع المایح
۷۵	۲. بیع الملامسه
۷۶	۳. بیع الحصة (خرید و فروش به وسیله سنگ‌ریزه‌ها)
۷۶	۴. بیع المنابذه
۷۷	۵. بیع جزافی (مبهم بودن کالای مورد معامله و قیمت آن)
۷۸	۲. اختیار غبن
۸۰	تعریف اختیار خرید
۸۰	تعریف اختیار فروش
۸۱	۳. بهره (ربا) و تحلیل ماهیت حقوقی آن
۸۳	۴. منع از راه‌های فرار از بهره (ربا)
۸۳	۱. ربای معاملی



۸۵	..... بیع العینه
۸۶	..... ۳. مشروط بودن خرید و فروش طلا و نقره
۸۶	..... ۴. فروش پول به بیشتر از آن
۸۷	..... ۵. پیش فروش پول
۸۷	○ خلاصه فصل
۸۹	○ پرسش‌های فصل
۸۹	○ منابعی برای مطالعه بیشتر
۹۰	○ منابع و مأخذ

**بخش سوم: تحلیل اقتصادی ارتباط دو بخش حقیقی و اعتباری براساس نفی غرر، بهره و... / ۹۱**

۹۳	..... فصل اول: کاهش ریسک در نهادهای مالی
۹۴	..... ۱. کاربرد قاعده نفی غرر و خیار غبن در جهت حفظ تعادل ارزشی مبادله
۹۵	..... ۲. ماهیت ریسک
۹۶	..... ۳. پوشش ریسک نهادمند
۹۷	○ خلاصه فصل
۹۸	○ پرسش‌های فصل
۹۸	○ منابعی برای مطالعه بیشتر
۹۹	○ منابع و مأخذ

**فصل دوم: ارتباط دو بخش حقیقی و اعتباری در اقتصاد متعارف**

۱۰۰	.....
۱۰۱	..... ۱. سیر تحول اندیشه ارتباط بین بخش حقیقی - اعتباری (پولی) در نهادهای مالی متعارف
۱۰۳	..... ۲. گسترش بخش اعتباری اقتصاد نسبت به بخش واقعی آن در نهادهای مالی متعارف
۱۰۵	..... ۳. خلق اعتبار براساس اعتبار در نهادهای مالی متعارف (شکل‌گیری حلقه‌های به هم پیوسته اعتبار)
۱۰۸	○ خلاصه فصل
۱۰۹	○ پرسش‌های فصل
۱۱۰	○ منابع و مأخذ

**فصل سوم: شناخت نظام مالی ایران و آسیب‌شناسی آن با رویکرد نهادهای مالی**

۱۱۱	.....
۱۱۲	..... ۱. رویکرد نظام مالی ایران بر پایه بانکی
۱۱۳	..... ۲. علل رویکرد ایران به نظام مالی پایه بانکی
۱۱۳	..... ۱-۲. ساختار مالکیت
۱۱۴	..... ۲-۲. ساختار بازار سرمایه
۱۱۴	..... الف) محدودیت جغرافیایی

۱۱۴	ب) بی‌ثباتی سیاست‌های اقتصادی
۱۱۵	۳-۲. بازدهی و امنیت نسبی
۱۱۵	۴-۲. ناسازگاری ساختاری نهاد مالی بانک‌محور ایران در اجرای عقود شرعی
۱۱۷	۳. تعیین دستوری نرخ سود سرمایه (سرکوب مالی)
۱۱۹	تعیین دستوری نرخ سود بانکی و پیامدهای آن
۱۲۲	وظایف دولت در ایجاد زیرساخت‌های آزادسازی نرخ سود
۱۲۲	۱. وضع قوانین مناسب
۱۲۲	۲. کاهش نرخ تورم
۱۲۳	۳. شفافیت مالی
۱۲۴	○ خلاصه فصل
۱۲۶	○ پرسش‌های فصل
۱۲۶	○ منابعی برای مطالعه بیشتر
۱۲۷	○ منابع و مأخذ
۱۲۸	<b>فصل چهارم: نظام مالی جایگزین با رویکرد نهادهای مالی</b>
۱۲۹	۱. مبنای نظام مالی جایگزین (مبنای نظام مالی مناسب از جهت توسعه نهادهای مالی)
۱۲۹	۱. تأمین منابع مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت
۱۳۰	۲. حذف بهره با اجرای عقود شرعی
۱۳۲	۲. ساختار نظام مالی جایگزین از جهت توسعه نهادهای مالی
۱۳۴	۱. بازار کالا و خدمات
۱۳۵	۱. فروش اقساطی
۱۳۵	۲. اجاره به شرط تملیک
۱۳۵	۳. سلف
۱۳۵	۴. استصناع
۱۳۶	۵. مزارعه و مساقات
۱۳۶	۶. مشارکت مدنی
۱۳۶	۷. مشارکت حقوقی
۱۳۷	۲. بازار دارایی‌های مالی
۱۳۸	۳. راهبردهای نظام مالی جایگزین با رویکرد توسعه نهادهای مالی
۱۳۸	۱. ضرورت توسعه نظام مالی
۱۴۰	۲. سازمان‌دهی و مدیریت بازار سرمایه کوتاه‌مدت (بازار پول)
۱۴۱	۳. طبقه‌بندی شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری برحسب کوتاه‌مدت و بلندمدت و حوزه فعالیت
۱۴۲	۳-۱. کارکردهای صندوق‌های تخصصی سرمایه‌گذاری

۱۴۳	.....	۲-۳. صندوق‌های تخصصی سرمایه‌گذاری در بخش خدمات تجاری
۱۴۴	.....	۳-۳. شرکت‌های تخصصی سرمایه‌گذاری در بخش صنعت (شرکت‌های لیزینگ)
۱۴۵	.....	۱. لیزینگ عملیاتی
۱۴۵	.....	۲. لیزینگ سرمایه‌ای
۱۴۵	.....	الف) لیزینگ یا اجاره اعتباری کمک فروش
۱۴۵	.....	ب) لیزینگ اهرمی یا اجاره سه‌جانبه
۱۴۶	.....	ج) لیزینگ خرید و اجاره مجدد
۱۴۶	.....	۴-۳. شرکت‌های تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری)
۱۴۷	.....	۴. مثبت بودن نرخ سود سرمایه
۱۴۸	.....	○ خلاصه فصل
۱۴۹	.....	○ پرسش‌های فصل
۱۵۰	.....	○ منابعی برای مطالعه بیشتر
۱۵۰	.....	○ منابع و مآخذ
۱۵۲	.....	منابع و مآخذ
۱۵۵	.....	نمایه‌ها



## پیشگفتار

وجود بخش مالی پویا و کارا، از جمله مهم‌ترین بسترهای مورد نیاز برای توسعه و رشد اقتصادی هر کشور است. بخش مالی، شامل مجموعه‌ای از عوامل: ابزارها، نهادهای مالی و بازارها و قوانین و مقرراتی است که تسهیل در امر پرداخت‌ها، هماهنگی لازم بین دو بخش واقعی و اعتباری و اعتباری اقتصاد جامعه و هدایت جریان وجوه (پول و اعتبار) و انتقال آنها از عرضه‌کنندگان به متقاضیان را به‌طور کارآمد به عهده داشته و به‌طور کلی نقش بنیادی در تجهیز بازار سرمایه ملی دارد.

بازارهای مالی، در قالب بازار پول و بازار سرمایه ایفای نقش می‌کنند. نقش اساسی بازارهای مالی تجهیز پس‌اندازها و تخصیص آنها در راستای رشد سرمایه‌گذاری است. بازارهای مالی متعارف، متشکل از مؤسسات اعتباری، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نظام بانکداری هستند.

شروع فعالیت این نهادها از کشورهای غربی بوده است و براساس مبانی ارزشی و حقوقی آنان شکل گرفته است. استفاده از این نهادها در غالب کشورها، از جمله کشورهای اسلامی، به‌سرعت گسترش یافته‌اند؛ در حالی که با مبانی فرهنگی، ارزشی و حقوقی اسلام سازگاری ندارند. از سوی دیگر، مشکل در ناسازگاری‌های درونی نظام مالی متعارف است. این نظام مالی، که در چارچوب سرمایه‌داری غرب نضج گرفته، در شکل‌گیری بحران بازارهای مالی و سقوط شاخص‌های بورس سهام در مراکز مهم اقتصادی جهان تأثیر چشمگیر داشته است. توجه به اقتصاد اسلامی از زاویه بحث‌های مالی نیز یکی از فرض‌های محققان اقتصادی برای حل بحران‌های مالی غرب است.

نکته دیگری که اهمیت این بحث را روشن می‌کند آن است که نظام اقتصادی اسلام نیز از داشتن بخش مالی بی‌نیاز نیست. بنابراین، لازم است مبانی فقهی و اقتصادی که در شکل‌گیری بخش مالی اسلامی و بازار سرمایه اسلامی دخیل هستند، بحث و بیان شوند تا طراحان ابزارها و

نهادهای مالی بازار مالی بتوانند با توجه به این مبانی رسالت خود را در معرفی بخش مالی اسلامی ایفا نمایند.

نویسنده با درک این ضرورت و با هدف تبیین مبانی فقهی - اقتصادی نهادهای مالی بازار سرمایه اسلامی، تحقیق حاضر را در قالب سه بخش مرتبط با یکدیگر طراحی نموده است:

بخش نخست: مباحث مقدماتی نهادهای مالی و نقش آنها؛

بخش دوم: زیرساخت‌های فقهی - حقوقی نهادهای بازار سرمایه؛

بخش سوم: تحلیل اقتصادی ارتباط دو بخش حقیقی و اعتباری براساس قاعده نفی غرر، بهره و حذف آن.

بخش اول مشتمل بر سه فصل است؛ فصل اول این بخش بررسی ساختار نظام مالی متعارف، و از پایه بانکی و پایه بازار تشکیل شده است. فصل دوم به نقش نظام مالی متعارف در شکل‌گیری بحران مالی غرب اختصاص داده شده و در آن به دو عامل گرایش درونی نظام سرمایه‌داری به انباشت بدهی و نامحدود فرض کردن سرمایه مالی در این رابطه اشاره شده است. در فصل سوم به نقش نهادهای مالی در توسعه بازار سرمایه پرداخته شده است؛ ابتدا به ابزارهای مالی، بازارهای مالی و نهادهای مالی از بخش‌های نظام مالی اشاره شده و در ادامه، نهادهای مالی در ایران و تبیین نقش شش‌گانه نهادهای مالی، پایان بخش این فصل است.

«مالکیت حقوقی نهادهای مالی» و «تحلیل الزامات فقهی نهادهای بازار سرمایه» عناوین فصل اول و دوم از بخش دوم را تشکیل می‌دهند. در فصل اول، با مباحثی همچون پیدایش مفهوم شخصیت حقوقی، آثار شخصیت حقوقی، گرایش فقهی شخصیت حقوقی و اثبات شخصیت حقوقی و اشکالات پیرامون آن آشنا می‌شویم. در فصل دوم این بخش نیز دانشجو با مباحثی چون قاعده نفی غرر و موارد تطبیقی آن، خیار غبن، قرارداد اختیار معامله و تحلیل ماهیت حقوقی بهره آشنا می‌شود.

بخش سوم کتاب که اساس آن بر تحلیل اقتصادی ارتباط دو بخش حقیقی و اعتباری است، در چهار فصل تنظیم شده است. کاهش ریسک و بحث از ماهیت و پوشش ریسک، همچنین بحث کاربرد قاعده نفی غرر و خیار غبن در جهت حفظ تعادل ارزشی مبادله، مطالب فصل اول این بخش را تشکیل می‌دهند. فصل دوم که با عنوان ارتباط دو بخش حقیقی و اعتباری در اقتصاد متعارف شروع شده است به مباحثی نظیر گسترش بخش اعتباری اقتصاد و خلق اعتبار براساس اعتبار پرداخته است. فصل سوم به شناخت و آسیب‌شناسی نظام مالی ایران اختصاص داده شده است. در این فصل، به اینکه رویکرد نظام مالی ایران پایه بانکی است و عوامل این رویکرد و مسائل دیگری

در ارتباط با بانکداری در ایران، اشاره شده است. در فصل پایانی کتاب، نظام مالی جایگزین و مبانی آن، ساختار و راهبردهای چنین نظامی مطابق با اقتصاد اسلامی، به خواننده گرامی معرفی می‌شود. کتاب حاضر در تداوم بحث‌های اقتصاد اسلامی است که دانشجوی در طول دوره کارشناسی با آن آشنا شده است، در عین حال سعی شده مطالب به گونه‌ای ارائه شوند که مباحث و تحلیل‌های موجود، با خواندن کتاب حاضر برای دانشجوی کافی و قابل فهم باشد. در ضمن، در تدوین این کتاب تسلسل و پیوستگی مباحث رعایت شده است؛ لذا بهتر است در آموزش نیز همین ترتیب رعایت شود.

### راهنمای مطالعه

کتاب مبانی فقهی - اقتصادی نهادهای مالی بازار سرمایه اسلامی، مربوط به رشته اقتصاد است. در بخش اول، مباحث مقدماتی نهادهای مالی و به منظور آشنایی دانشجوی مطرح شده است. در بخش دوم، زیرساخت‌های فقهی - حقوقی نهادهای بازار سرمایه طی دو فصل ارائه شده است. بخش سوم با چهار فصل تحلیل اقتصادی، از ارتباط دو بخش حقیقی و اعتباری براساس قاعده نفی غرر و حذف آن ارائه شده است. کتاب حاضر با هدف فراگیری دانشجویان اقتصاد و زمینه‌سازی تحقیق و پژوهش در این موضوع از اقتصاد اسلامی تدوین شده است. این نوشتار در دو یا سه واحد درسی ارائه می‌شود. دانشجویان قبل از مطالعه کتاب لازم است چند نکته مهم را مد نظر داشته باشند:

فرایند یادگیری جریانی است که با حضور در کلاس و ارائه استاد شروع نمی‌شود؛ بلکه خود دانشجوی با مراجعه به دیگر منابع آموزشی (کتاب، CD، نوار و...) حرکت فراگیری را شروع می‌کند. با توجه به محدودیت ساعات حضور در کلاس، لازم است دانشجویان قبل از حضور در کلاس؛ فصل مربوط را مطالعه کرده و موارد مبهم را یادداشت نموده و با طرح آنها در کلاس اشکالات خود را برطرف نمایند (البته برای عمق‌بخشی به مطالعات، دانشجوی می‌تواند از روش یادداشت‌برداری رئوس مطالب و ارائه آن با چند دانشجوی دیگر از همان کلاس قبل از کلاس درس کمک بگیرد).

کتاب پیش رو از سه بخش و در مجموع، نه فصل تشکیل شده است. یادگیری کامل کتاب نیازمند آن است که دانشجویان از قبل برنامه زمان‌بندی شده برای مطالعه این کتاب داشته باشند. از آنجا که هر نیمسال تحصیلی چهار ماه است، دانشجویان می‌توانند در هر ماه تقریباً یک چهارم مطالب کتاب را با مطالعه مؤثر پوشش دهند و در مطالعه این کتاب موارد ذیل را رعایت نمایند:

۱. در آغاز به هدف‌های آموزشی کتاب توجه شود تا نسبت به موضوع کتاب و آنچه که پس

از مطالعه کتاب باید به آن دست یابند آگاهی پیدا کنند؛

۲. مطالعه هدف‌های کلی و رفتاری قبل از مطالعه هر فصل باعث جلب توجه به نکات محوری فصل می‌شود؛
۳. برای مطالعه اثربخش کتاب، نخست مطالب هر فصل یک‌بار سریع مطالعه شود و بار دوم با دقت و زمانی طولانی‌تر مطالعه گردد. با توجه به هدف‌های کلی، نکات اساسی درس یادداشت شده و برای رفع اشکال در کلاس طرح شود؛
۴. در برخی از قسمت‌های متن، تمرینی به عنوان فعالیت کلاسی ارائه شده است. انتظار از استاد محترم آن است که جلسه قبل از تدریس فصل مربوط، شماری از دانشجویان را برای انجام فعالیت کلاسی مربوطه معین نماید تا علاوه بر آماده شدن برای درس، در حین تدریس، این دانشجویان نتیجه تحقیق مربوط را در پنج یا ده دقیقه ارائه نمایند؛
۵. در پایان هر فصل چند سؤال برای خودآزمایی ارائه شده است. تلاش برای جوابگویی به این سؤال‌ها در یادگیری مطالب و تحقق اهداف کلی و رفتاری مهم است. در صورت برخورد با مشکل بخش‌های مربوط به سؤال را دوباره مرور کنید؛
۵. پیش از فراگیری هر مبحث و هر فصل، به بحث بعد از آن پردازید؛ زیرا هر فصل ادامه منطقی فصل قبل است؛
۶. از استاد گرامی و نیز دانشجویان محترم انتظار آن است که اگر نسبت به محتوای کتاب درسی، یا چینه مطالب انتقاد یا پیشنهادی دارند، آن را با مؤلف اثر در میان گذاشته تا در چاپ‌های بعدی مورد استفاده قرار گیرد.

## اهداف کلی

- بررسی ساختار نظام مالی مطلوب؛
- نقش نهادهای مالی در توسعه بازار سرمایه؛
- بیان زیرساخت‌های فقهی - حقوقی لازم جهت نهادهای بازار سرمایه؛
- بحث در رابطه با چگونگی مالکیت حقوقی نهادهای مالی؛
- الزامات فقهی حاکم بر نهادهای مالی بازار سرمایه؛
- رهیافتی به نظام مالی ایران و آسیب‌شناسی آن؛
- چگونگی ساختار نظام مالی جایگزین؛
- آشنایی با مبانی نظام مالی جایگزین و راهبردهایی که این نظام مالی ارائه می‌دهد.



بخش اول

**مباحث مقدماتی نهادهای مالی و نقش آنها**



## فصل اول

### ساختار نظام مالی متعارف (پایه بانکی و پایه بازار)

- **هدف کلی:** هدف اصلی این فصل، به عنوان اولین قسمت از بحث‌های مقدماتی و در راستای وصول به ساختار مالی مطلوب، آشنایی دانشجویان با ساختار نظام مالی متعارف است. در این فصل با دو ساختار متفاوت پایه بانکی و پایه بازار در نظام مالی متعارف آشنا می‌شویم.
- **اهداف رفتاری:** انتظار آن است که دانشجویان پس از مطالعه این فصل بتوانند توضیحی برای مباحث ذیل داشته باشند:
  - نظام مالی پایه بانکی و پایه بازار را شرح دهد.
  - چگونه نرخ بهره تنها برای بانکداری اسلامی یک چالش محسوب می‌شود؟
  - مشکلات ناشی از فقدان زیرساخت نهادی مناسب را بیان کند.
  - ترجیح با نظام مالی پایه بازار است، یا پایه بانکی؟
  - چالش‌های نظام مالی پایه بازار را شرح دهد.
- **واژه‌های کلیدی:** نظام مالی، پایه بازار، پایه بانکی، بانکداری اسلامی.

بی‌شک وجود یک بخش مالی کارا برای دستیابی به رشد اقتصادی ضرورت انکارناپذیر دارد؛ زیرا در این بخش، بازارهای مالی شکل می‌گیرند. نقش اساسی بازارهای مالی تجهیز پس‌اندازها و تخصیص آنها در راستای رشد سرمایه‌گذاری است. از این رو، در بازارها، عرضه‌کنندگان وجوه و متقاضیان آنها بازیگران اصلی به حساب می‌آیند. عرضه‌کنندگان، که همان صاحبان پس‌اندازند، به دلیل اینکه موقعیت‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تولید را ندارند، وجوه خود را در بازارهای عرضه، و در مقابل گروهی که توان و شرایط سرمایه‌گذاری در حوزه تولید کالا و خدمات را دارند، به دلیل اینکه وجوه لازم را در اختیار ندارند، تقاضاکنندگان این وجوه عرضه‌شده هستند. بازارهای مالی، در قالب بازار پول و بازار سرمایه، ایفای نقش

می‌کنند. بازار پول، بازاری است که جهت تأمین منابع مالی برای دوره‌های کوتاه‌مدت و معامله بر اسناد قابل انتقال به وجود آمده است و بازارهای سرمایه، بازاری است که در آن نیازهای واحدهای تولید و تجاری بخش خصوصی و بخش عمومی را برای دوره‌های میان‌مدت و بلندمدت، پشتیبانی مالی می‌کند.

در این فصل نخست مباحث، موضوع، مسئله اساسی تحقیق، فرضیه‌ها و روش تحقیق آنها به صورت فشرده بررسی شده و آنگاه ساختار نظام مالی متعارف کاوش می‌شود.

### ۱. موضوع تحقیق

بدیهی است که هر نظام مالی می‌تواند بر دو پایه بازار سرمایه و بازار پول، یا یکی از آن دو شکل گیرد و بازار سرمایه نیز از عناصر بازارها، ابزارها و نهادها ترکیب یافته است. نبود هر یک از این عناصر کارایی این نظام را با اختلال مواجه می‌کند. برای مثال در بورس اوراق بهادار، به عنوان بازار مالی، ابزار یا اوراق مالی از قبیل اوراق قرضه، اوراق سهام عادی، اوراق مشارکت مضاربه، اجاره، مرابحه و استنصاع داد و ستد می‌شود. در این بازار، نهادهای مالی نقش اساسی ایفا می‌کنند. این نهادها عبارت‌اند از کارگزاران، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تأمین سرمایه، بازارگردانان، مؤسسه‌های رتبه‌اعتباری، شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی و مشاوران سرمایه‌گذاری. این پژوهش، از میان عناصر سه‌گانه نظام سرمایه، به نهادهای مالی سرمایه‌گذاری و تأمین سرمایه آن خواهد پرداخت.

### ۲. مسئله اساسی تحقیق

نهادهای مالی، گردانندگان بازار سرمایه به حساب می‌آیند؛ زیرا نقش واسطه را میان افرادی که دارای مازاد منابع مالی هستند و سرمایه‌گذارانی که نیاز به تأمین سرمایه دارند، ایفا می‌نمایند و زمینه رشد سرمایه‌گذاری، تولید کالا و خدمات را فراهم می‌آورند.

بی‌شک بازار پول و سرمایه اسلامی نیز براساس طراحی صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذار و تأمین سرمایه در چارچوب قواعد فقهی شکل خواهد گرفت. از این رو، مسئله اساسی که این پژوهش بدان خواهد پرداخت عبارت از این است که اثربخشی واسطه‌های مالی (نهادهای مالی) با رویکرد الزامات فقهی - شرعی در رشد بازار پول و سرمایه چگونه است؟

### ۳. فرضیه‌ها

با توجه به مسئله اساسی، فرضیه‌های تحقیق بدین شرح‌اند:

۱. نهادهای مالی بازار سرمایه اسلامی دارای مبانی فقهی مشخصی هستند؛
۲. مکانیزم بازار، زیرساخت لازم برای شکل‌گیری بازار سرمایه اسلامی است؛
۳. شکل‌گیری واسطه‌های مالی، از قبیل صندوق‌ها و شرکت‌ها، در چارچوب قواعد فقهی، زمینه رشد بازار کوتاه‌مدت و بلندمدت سرمایه اسلامی را فراهم می‌آورند.

### ۴. روش تحقیق

با توجه به نقش کلیدی الزامات فقهی و تبیین ارتکازات عقلانی در این پژوهش، تحقیق درباره فرضیه‌های یادشده براساس روش تحلیل نظری - عقلی انجام می‌پذیرد.

### ۵. ساختار مالی متعارف (پایه بانکی و پایه بازار)

نظام مالی مطلوب، بر هر دو پایه بانک و بازار شکل می‌گیرد، تا اینکه بازار کوتاه‌مدت و بلندمدت سرمایه نقدی زمینه فعالیت داشته باشد؛ ولی آنچه که در واقعیت اجتماعی - اقتصادی اغلب کشورها جریان دارد، این است که ساخت مالی، یا متکی به بانک (پایه بانکی) است یا متکی به اوراق بهادار (پایه بازار).

#### ۵-۱. ساختار نظام مالی پایه بانکی

در بازارهای مالی دارای ساخت مالی متکی به بانک، بازار پول نسبت به بازار سرمایه نقش بیشتری ایفا می‌کند. زیرا بانک‌ها به عنوان نهادهای مالی به‌طور گسترده فعال بوده و شرکت‌ها برای تأمین سرمایه به نظام بانکی وابسته‌اند. در واقع، بانک‌ها انواع طرح‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت را در اختیار مشتریان قرار داده و انواع مختلفی از خدمات بانکی از طریق بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های تخصصی به مردم عرضه می‌شوند. برخی اقتصاددانان به دلایل زیر این نوع ساختار را بر ساختار پایه بازار ترجیح می‌دهند:

الف) بانک‌ها اطلاعات مربوط به بنگاه‌ها و مدیران را به دست می‌آورند، از این‌رو در تخصیص وجوه و نظارت حقوقی کارآمد عمل می‌کنند؛<sup>۱</sup>

1. Diamond, D., *Financial Intermediation and Delegated*, Rev. of Econ. Studies 51, p.393-414.

ب) بانک ریسک میان‌بخشی، ریسک زمانی، و ریسک نقدینگی را مدیریت کرده و در نتیجه کارایی سرمایه و رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد؛<sup>۱</sup>

ج) بانک سرمایه را برای استفاده از صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس تجهیز می‌کند. صاحبان این اندیشه بر این نکته اصرار دارند که بازارهای نقد، سرمایه‌گذاران نزدیک بینی را به وجود می‌آورند.<sup>۲</sup> زیرا در بازارهای نقد، سرمایه‌گذاران می‌توانند سهام خود را بفروشند. بنابراین، توسعه بازار بزرگ‌تر می‌تواند مانع کنترل حقوقی و رشد اقتصادی شود. واقعیت این است که هرچند ساختار مالی پایه بانکی دارای ترجیحات یادشده و براساس آنها می‌توان گفت این ساختار مالی به‌طور نسبی از پشتوانه توجیهات لازم برخوردار است، ولی با چالش تأثیرگذاری نیز مواجه است که به‌طور فشرده بدان اشاره می‌شود.

### چالش ساختار نظام مالی پایه بانکی

بانک‌های قدرتمند با وجود محدودیت‌های نظارتی اندک بر فعالیت آنها، ممکن است در مقابل دیگر طلبکاران یا مدیران بنگاه‌ها تسانی کنند و مانع نظارت حقوقی مؤثر شوند. در مقابل، بازارهای سرمایه رقابتی در جمع‌آوری اطلاعات افشاشده و انتقال کارای این اطلاعات به سرمایه‌گذاران همراه با کاربردهای مفید برای تأمین مالی بنگاه و عملکرد اقتصادی نقش مثبتی را ایفا می‌کنند.<sup>۳</sup> بنابراین، طرفداران دیدگاه پایه بازار بر این اصل تأکید دارند که بازارها، ناکارآمدی‌های ذاتی مربوط به بانک‌ها را کاهش داده و رشد اقتصادی را افزایش می‌دهند.

### ۲-۵. ساختار نظام مالی پایه بازار

در بازارهای دارای ساخت مالی متکی به پایه بازار، بازار سرمایه نقش فعال‌تر داشته و بخش قابل ملاحظه‌ای از نیازهای مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه تأمین می‌شود و بانک‌های سپرده‌پذیر نیز در زمینه اعطای وام‌های کوتاه‌مدت و ارائه خدمات بانکداری تجاری فعالیت می‌کنند.<sup>۴</sup>

1. Weinstein, D. E. & Y. Yafeh, "On the Costs of a Bank-Centered Financial System", *Evidence from the Changing Banks Relations in Japans Journal of Finance* 53, pp.635-672.

2. Bhide, Amar, *The Hidden Cost of Stoke Market Liquidity Journal of Financial Intermediation* 34, pp.1-55.

3. Boot, A. W. & A. V. Tharor (1997), *Pinial System Architecture, Rev.of Financial Studies* 10, pp.693-733.

۴. شرکت سرمایه‌گذاری، سازمان صنایع ملی ایران نقش سازمان‌های مالی در توسعه اقتصادی، گزارش تحقیقی شماره ۲۰، تیرماه ۱۳۷۱.

برخی دیگر از اقتصاددانان، نظام مالی بر پایه بازار را براساس توجیحات ذیل ترجیح می‌دهند:

۱. بازارها انگیزه‌های بیشتری برای بنگاه‌های پژوهشی ایجاد می‌کنند؛ زیرا سود بردن از این اطلاعات به وسیله تجارت در بازارهای نقد روان‌تر است؛<sup>۱</sup>
۲. بازار از طریق آسان کردن مبادلات و گره زدن غرامت مدیریتی به عملکرد بنگاه نظارت حقوقی را افزایش می‌دهد؛<sup>۲</sup>
۳. بازارها از طریق ریسک، مدیریت را روان می‌کنند؛<sup>۳</sup>
۴. بانک‌های قدرتمند از طریق کسب رانت‌های اطلاعاتی و حمایت کردن از بنگاه‌هایی که به وسیله مؤسسات شبه‌بانکی تثبیت شده‌اند، مانع نوآوری می‌شوند.

درواقع، سرمایه کارا، ناکارآمدی ساختاری بانک‌ها را کاهش و زمینه رشد اقتصادی را فراهم می‌نماید.<sup>۴</sup> هرچند طرفداران ساختار مالی پایه بازار، امتیازهای یادشده را نسبت به ساختار مالی بانک‌محور مطرح می‌کنند. ولی واقعیت این است که باید چالش‌های این ساختار را هم بررسی کرد، تا اینکه در نهایت بتوان تصویر جامعی از این ساختار ارائه داد. بر همین اساس چالش‌ها و ویژگی‌های نظام مالی پایه بازار به صورت فشرده ذکر خواهیم کرد.

### چالش‌های ساختار نظام مالی پایه بازار

#### ۱. چیرگی نقش بازارهای مالی

به‌طور طبیعی بازارهای مالی، آینه بخش حقیقی‌اند، زیرا فلسفه وجودی<sup>۵</sup> بازارها و به‌طور مشخص بازار سرمایه این است که در خدمت بخش حقیقی اقتصاد باشند، ولی در نظام سرمایه‌داری نقش بازار مالی آن‌گونه گسترده است که گویی هویتی مستقل از بخش حقیقی اقتصاد پیدا کرده است. حجم معاملات در بازارهای مالی طی سه دهه اخیر به بیش از ده‌ها برابر حجم معاملات در بازارهای

1. Homstrom, Band Tirole, J., "Market Liquidity and Performance Monitoring", *J. of Political Economy* 101, pp.678-759.

2. Jensen M. C. & K. J. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *J. of Political Economy* 90, pp.225-264.

3. Levine, R. (1991), *Stoke Markets Growth, and Tax Policy* *J. Finance* 46, pp.1445-1465.

4. Rajan, Reghura Mg. (1992), *Insiders and Outsiders; The Choice between in Formed and Arms Lonyth Debt* *Journal Finance* 47, p.1367-1400.

۵. دارایی مبنا در این نوع قراردادها از نوع دارایی مالی (مانند اوراق خزانه) است در قراردادهای آتی کالایی، دارایی مبنای کالاهایی از قبیل غلات، دانه‌های روغنی و... است.

کالایی (معاملات تولیدی) بالغ شده است. از این گذشته، ارزش معاملات موضوع قراردادهای مالی (نظیر قراردادهای آتی بر پایه ابزارهایی مانند، شاخص‌های سهام و اوراق خزانه‌داری) به‌تنهایی از ارزش کل قراردادهای آتی کالایی (غلات، دانه‌های روغنی مواد خوراکی صنعتی و...) و ارزش پیشی گرفته است.<sup>۱</sup> این تحول حکایت از شکل جدید سرمایه‌داری می‌کند که در آن الگوی انباشت به گونه‌ای است که سود بیش از آنکه از طریق تجارت و داد و ستد (که منشأ آن تولید است) به دست آید، از مجاری مالی (از جمله سفته‌بازی یا به اصطلاح، بورس‌بازی) تحصیل می‌گردد.<sup>۲</sup>

## ۲. انتقال ریسک

بازارمحوری، با بهره‌مندی از استعداد تحمل ریسک زیاد بازار سرمایه، ظرفیت آن را دارد که در تحمل ریسک بازار پول مشارکت جوید. برای مثال، با خرید وام‌های رهنی پرداختی بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری (بازار پول) از سوی فعالان بازار سرمایه، ریسک نکول کم و بیش از بانک بانی (بانک وام‌دهنده) به این بازار منتقل می‌شود؛ به دیگر سخن، بانک بانی وام در گذشته ناچار بود حساب وام‌های پرداختی را زمان تسویه کامل که به‌طور طبیعی مستلزم تقبل ریسک نکول بود، نزد خود نگه دارد، ولی با رویکرد افزایش ریسک‌پذیری بازار سرمایه، وام‌های پرداختی از بانک بانی خریداری و به پشتوانه آن، اوراق بهادار صادر می‌شود و از این طریق ریسک نکول به سرمایه‌گذار انتقال می‌یابد.

آنچه که در ساخت واقعیت بیشتر کشورهای در حال توسعه جریان دارد، ساخت مالی متکی به بانک است، اما بانک‌ها در قالب نهادهای مالی فراگیر عمل می‌کنند. نظام بانکی در این کشورها از دو گروه بانک‌های تجاری و تخصصی تشکیل می‌شود. بانک‌های تجاری بیشتر به اعطای وام‌های تجاری و کوتاه‌مدت می‌پردازند. بانک‌های تخصصی نیز بیشتر در ارائه وام‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری متمرکز شده‌اند. در این کشورها مالکیت انواع بانک‌ها اغلب دولتی است و دولت‌ها دخالت گسترده‌ای در بانک‌های تجاری و تخصصی اعمال می‌کنند. برخلاف

1. Robert W. Kold, *Understanding Future* (UK: Blackwell Publisher).

۲. برای مثال تنها در سال ۲۰۰۴م، سود مؤسسات مالی در آمریکا از مرز ۳۰۰ میلیارد دلار گذشت؛ در حالی که سود بخش‌های دیگر اقتصاد در آن سال ۵۳۴ میلیارد دلار بود. بدین ترتیب ملاحظه می‌شود که حدود ۴۰ درصد از کل سود بنگاه‌های اقتصادی آمریکا را بنگاه‌های مالی به خود تخصیص می‌دهند. در صورتی که چهل سال پیش (قبل از روی کار آمدن نظام سرمایه‌داری مالی) این رقم کمتر از ۲۰ درصد بود (ویلیام تاپ، «چهار بحران سرمایه‌داری»، سرمایه، ص ۱۲).



کشورهای در حال توسعه پیشرفت‌هایی که در زمینه مالی در مورد انواع ابزارهای مالی بازار پول و سرمایه صورت گرفته، به تدریج وضعیتی را به وجود آورده است که در کشورهای صنعتی تمایز بین دو نوع ساخت مالی تا حدودی از بین رفته است. به هر حال، در کشورهای متعددی با وجود ساختار مالی متفاوت، هم بازار پول و هم بازار سرمایه فعال هستند.<sup>۱</sup>

### ○ خلاصه فصل

- وجود یک بخش مالی کارا برای دستیابی به رشد اقتصادی ضرورت انکارناپذیر دارد.
- تجهیز پس اندازها و تخصیص آنها در راستای رشد سرمایه‌گذاری نقش اساسی بازارهای مالی است.
- کارآمدی در عمل، مدیریت ریسک، تجهیز سرمایه در راستای صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس و افزایش کارایی سرمایه و رشد اقتصادی از دلایل ترجیح ساختار پایه بانکی است.
- ایجاد انگیزه‌های بیشتر برای بنگاه‌های پژوهشی، آسان کردن مبادلات، و روان‌سازی مدیریت؛ توجیهاتی است که باعث شده برخی اقتصاددانان نظام مالی پایه بازار را بر پایه بانکی ترجیح دهند.
- چیرگی نقش بازارهای مالی و انتقال ریسک از جمله چالش‌های ساختار پایه بازار است.
- در بازار سرمایه نهادهای مالی نقش اساسی را ایفا می‌کنند. نهادهای مالی، گردانندگان بازار سرمایه به حساب می‌آیند.

### ○ پرسش‌های فصل

۱. نظام بانکداری اسلامی در مقایسه با بانکداری متعارف با چه مشکلاتی روبه‌روست؟
۲. چگونه نرخ بهره تنها برای بانکداری اسلامی یک چالش محسوب می‌شود؟
۳. توجیهاتی که در مقام ترجیح هر یک از دو نظام پایه بانکی و پایه بازار بر دیگری ذکر شده را بیان نمایید.
۴. ترجیح با نظام مالی پایه بازار است یا پایه بانکی؟ آیا وجود یکی از این دو کفایت از دیگری می‌کند؟
۵. چالش‌هایی را که نظام مالی پایه بازار با آنها مواجه است، بیان کنید.

---

1. Levine; Ross; Bank-Based or Market-Based Financial Systems; Which is Better/Department of Finance; Carlson School of Management, university of Minnesota; Minneapolis; february 2002.

### ○ منابعی برای مطالعه بیشتر

- پژوهشکده پولی و بانکی، «ارزیابی کارایی انتشار اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای مالی سیاست پولی در کنترل نقدینگی و تورم»، تازه‌های اقتصاد، ش ۹۹، خرداد ۱۳۸۲.
- حمیدی‌زاده، محمد مهدی، «ابزارهای مالی مشتقه در بازار سرمایه»، تدبیر، ش ۱۳۹، آذر ۱۳۸۲.
- مزینی، امیرحسین، «ارزیابی روش‌های تأمین مالی در اقتصاد ایران (با تأکید بر کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در بخش معدن و صنایع معدنی)»، نشریه راهبرد یاس، تابستان ۱۳۹۰.
- Iqbal, M. & Ahmad Akhan (1998), *Challenges Facing Islamic Banking Islamic Research and Training Islamic Banking Islamic Research and Training Islamic Development Bank*, Occasional Paper Not.
- Weinstein, D. E. & Y. Yafeh (1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System", *Evidence from the Changing Banks Relations in Japans Journal of Finance* 53, pp.635-672.

### ○ منابع و مأخذ

- ویلیام تاپ، «چهار بحران سرمایه‌داری»، سرمایه، ترجمه ف. م. هاشمی، ۱۳۷۸، ص ۱۲.
- Bhide, Amar (1993), "The Hidden Cost of Stoke Market Liquidity", *Journal of Financial Intermediation* 34, pp.1-55.
- Diamond. D. (1994), "Financial Intermediation and Delegated", *Rev of Econ. Studies* 51, p.393-414.
- Homstrom, Band & J. Tirole (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", *J. of Political Economy* 101, pp.678-759.
- Jensen M. C. & K. J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *J. of Political Economy* 90, pp.225-264.
- Levine, R. (1991), *Stoke Markets Growth, and Tax Policy j. Finance* 46, pp.1445-1465.
- Rajan, Reghura Mg. (1992), *Insiders and Outsiders; the Choice Between in Formed and Arms Lonyth Debt Journal Finance* 47, p.1367-1400.
- Robert W. Kold Understanding Future (UK: Blackwell Publisher).

## فصل دوم

### نقش نهادهای مالی در توسعه بازار سرمایه

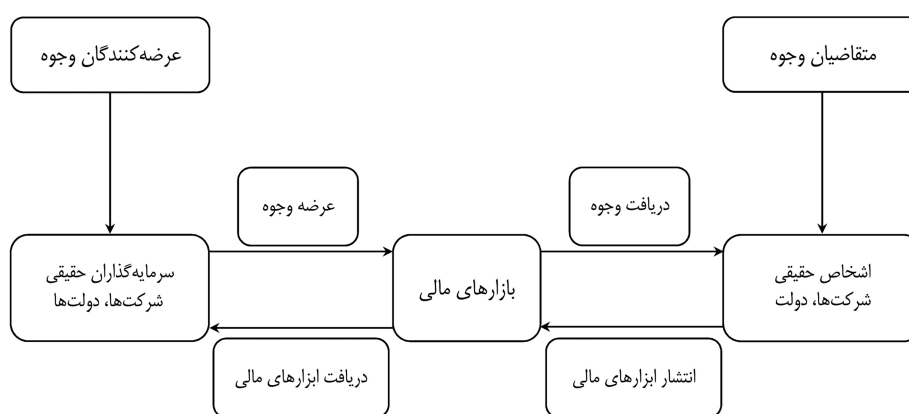
- **هدف کلی:** شناسایی جایگاه و نقش نهادهای مالی در مجموعه نظام مالی هدف اصلی از تدوین این فصل است.
- **اهداف رفتاری:** انتظار آن است که دانشجو پس از مطالعه این فصل بتواند توضیحی برای مباحث ذیل داشته باشد:
  - بخش‌های نظام مالی را نام برده و این بخش‌ها را به صورت اجمال معرفی کند.
  - فرایند انتقال وجوه بین عرضه‌کنندگان وجوه و متقاضیان را در یک نظام مالی شرح دهد.
  - انواع ابزارهای مالی را نام برده، شرح دهد؟
  - صکوک را شرح دهد.
  - مزایای ایجاد بازارهای مالی را بیان کند؟
  - وجوه مشخص بازارهای اولی و ثانوی را نام برد.
  - بیان نقش کارگزاران و معامله‌گران را در بازار مستقیم بیان کند.
  - مزایا و معایب تأمین مالی مستقیم را بیان کند.
  - انواع نهادهای مالی غیر بانکی را نام برد.
  - عملکرد بانک‌های سرمایه‌گذاری را بیان کند.
  - توضیح مختصری پیرامون انواع شرکت‌های تأمین مالی داشته باشد.
  - اهداف یا سیاست‌هایی را که صندوق‌ها براساس آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند، شرح دهد.
  - توضیح دهد که شرکت‌های تأمین سرمایه چه نقشی در بازار سرمایه دارند؟
  - نقش نهادهای مالی در بازار سرمایه را شرح دهد.
- **واژه‌های کلیدی:** نهادهای مالی، ابزارهای مالی، بازارهای مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

هر نظام مالی از سه رکن تشکیل شده است؛ نهادهای مالی یکی از ارکان سه‌گانه هر نظام مالی هستند. آنچه در این میان مهم است شناسایی جایگاه نهادهای مالی در مجموعه نظام مالی است

که هدف اصلی این فصل نیز هست. در معرفی نظام مالی و ارکان آن تاکنون مقالات و تحقیقات زیادی به نگارش درآمده است. اما در میان پژوهش‌های صورت‌گرفته، توجه کمتری به نهادهای مالی شده است. از این رو، نخست به معرفی اجمالی نظام مالی و بخش‌های آن می‌پردازیم. در این قسمت ارکان یک نظام مالی به صورت مختصر تعریف شده و بحث و بررسی می‌شوند. سپس به معرفی نهادهای مالی و الگوی آنها در دنیا می‌پردازیم. در این قسمت، انواعی از نهادهای مالی که شهرت بیشتری دارند بحث و بررسی می‌شوند. آنگاه به معرفی صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازیم. صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از انواع نهادهای مالی در دنیا هستند، اما به دلیل اهمیت آنها و حجم بالای ارزش سرمایه‌گذاری اختصاص یافته به آنها، در سرفصلی جداگانه کاویده خواهند شد. معرفی نهادهای مالی در ایران به عنوان قسمت ششم این فصل و سرانجام در بخش آخر فصل به بررسی سازوکار نهادهای مالی در یک نظام مالی و تأثیر آنها بر رشد آن خواهیم پرداخت.

## ۱. نظام مالی و بخش‌های آن

هر نظام مالی متشکل از سه رکن است: الف) ابزارهای مالی؛ ب) بازارهای مالی؛ ج) نهادهای مالی. این سه رکن به گونه‌ای با هم کار می‌کنند که بتوانند در یک نظام مالی جریان وجوه را تسهیل کنند. جریان وجوه درون یک نظام مالی از عرضه‌کنندگان وجوه به متقاضیان وجوه انتقال می‌یابد. در نمودار شماره ۱-۲ فرایند این تبادل آمده است.



نمودار ۱-۲: فرایند تبادل وجوه بین عرضه‌کنندگان و متقاضیان وجوه

بنابراین، در یک نظام مالی جریان وجوه بر مبنای بازارهای مالی، ابزارهای مالی و نهادهای مالی تحقق می‌یابد. نظام مالی همچنین اطلاعات مالی و اقتصادی را به بازارها می‌رساند. در یک نظام مالی کارا، اطلاعات جدید به سرعت تأثیر خود را بر روی قیمت ابزارهای مالی نشان می‌دهند.<sup>۱</sup>

### الف) ابزارهای مالی

یک ابزار مالی سندی است که نوع قرارداد میان عرضه‌کننده منابع با متقاضی آن را مشخص می‌کند. در یک تقسیم‌بندی کلی، می‌توان انواع ابزارهای مالی را به سه دسته کلی تقسیم کرد:

#### - سهم<sup>۲</sup>

سهم، نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن در یک دارایی مشخص است. برای مثال، کسی که درصد معینی از سهام یک شرکت را دارد، به مقدار درصد مشخص در فعالیت‌های آن و سود و زیان ناشی از آن شرکت سهم است و حق دارد.

#### - بدهی<sup>۳</sup>

بدهی، هرگونه وامی است که باید بازپرداخت گردد. اساسی‌ترین مشخصه بدهی این است که باید از سوی ناشر (قرض‌گیرنده) بازپرداخت شود. دارنده بدهی از محل داشتن بدهی، حق دریافت جریان نقدی مشخصی را دارد. این جریان نقدی ممکن است شامل اصل مبلغ بدهی، یا اصل و بهره تعلق‌گرفته به آن باشد.

#### - مشتقات<sup>۴</sup>

یک ورقه بهادار مشتقه نوعی از اوراق بهادار است که قیمت خود را از محل یک کالای موجود در بازار دارایی‌های فیزیکی یا یک ورقه بهادار دیگر به دست می‌آورد و به‌طور عمده برای مدیریت ریسک به کار می‌رود. قرارداد آتی، قرارداد اختیار معامله و قرارداد معاوضات انواع اصلی اوراق مشتقه محسوب می‌شوند.

---

1. Viney, *Financial Institutions Instruments and Markets*, 2007, p.7.

2. equity

3. debt

4. derivatives-brokers

**– انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)**

یکی دیگر از انواع اوراق بهادار که از سوی متخصصان نظام مالی اسلامی طراحی شده، صکوک است. ساختار صکوک یا اوراق بهادار اسلامی، بر مبنای قراردادهای شرعی است. در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان انواع صکوک را به صکوک انتفاعی و غیر انتفاعی تقسیم‌بندی کرد. صکوک وقف، صکوک قرض الحسنه از انواع صکوک غیر انتفاعی و صکوک مرابحه و صکوک اجاره از انواع صکوک انتفاعی هستند.

سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی (AAOIFI) در مورد تعریف صکوک چنین آورده است:<sup>۱</sup> «صکوک گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان هستند که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌باشد».

فعالیت کلاسی: انواع صکوک را طی تحقیقی برای دانشجویان کلاس معرفی کنید.

**(ب) بازارهای مالی**

بازارهایی هستند که در آنها اشخاص حقیقی و حقوقی به مبادله و خرید و فروش دارایی‌های مالی مبادرت می‌ورزند. در این روابط و فعالیت‌های اقتصادی، امکان دسترسی خریدار به فروشنده و برعکس، بهتر و آسان‌تر فراهم می‌گردد؛ از این رو، هزینه‌های مربوط به یافتن طرف دیگر معامله کاهش یافته و از طرف دیگر نقدینگی در این بازار یعنی خرید و فروش آسان‌تر دارایی‌های مالی به وجود می‌آید. همچنین از طریق ایجاد سیستم عرضه و تقاضا و روابط متقابل این دو، قیمت و بازده مورد انتظار دارایی‌ها کشف و تعیین می‌گردند. از مزایای دیگر ایجاد بازار برای دارایی‌های مالی، مانند دیگر بازارها، می‌توان به ایجاد شفافیت اطلاعاتی در بازار اشاره کرد که نقش مهمی در کارآمدی بازار و ایجاد فضای تصمیم‌گیری به موقع و مناسب سرمایه‌گذاران و فعالان در آن و نزدیک شدن قیمت‌ها به قیمت‌های واقعی ایفا می‌کند. **تعبیر بازارهای مالی، بیانگر**

1. [www.aaofii.com/keypublications.html](http://www.aaofii.com/keypublications.html)