

Journal of

Islamic Finance Researches

تحقیقات مالی اسلامی

Jurisprudential Analysis of Uncapped Capital Protection Certificate as a New Instrument in Iran's Capital Market

Author: Kamran Salmani Qaraie* | Abdolsadeh Neisy | Alireza Zamanpour | Mohammad Tohidi

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247982.1956>

تحلیل فقهی گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی به‌عنوان ابزاری نوین
در بازار سرمایه ایران

نویسندگان: کامران سلمانی قرائی* | عبدالساده نیسی | علیرضا زمانپور | محمد توحیدی

پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247982.1956>



Copyright 2025 The Author(s).

Published by *Imam Sadiq University*, Tehran, Iran.

This work is fully Open Access under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) license, allowing non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited and not modified. *Islamic Finance Researches* strictly follows the ethical guidelines of the Committee on Publication Ethics (COPE), which all readers, authors, reviewers, and editors are expected to observe and

Print ISSN: 2551-8290

Online ISSN: 2588-6584



Jurisprudential Analysis of Uncapped Capital Protection Certificate as a New Instrument in Iran's Capital Market

Kamran Salmani Qaraie: PhD Student, Financial Engineering, Department of Financial Management, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

kamran.salmani@iau.ac.ir | 0009-0006-6851-7040

Abdolsadeh Neisy: Professor, Department of Mathematics, Faculty of Statistics, Mathematics and Computer Science, Allameh Tabatabaei University, Tehran, Iran.

a_neisy@iust.ac.ir | 0000-0001-9296-6918

Alireza Zamanpour: Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

a.zamanpour@iau.ac.ir | 0009-0004-0972-255X

Mohammad Tohidi: Associate Professor, Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadeq University, Tehran, Iran.

tohidi@isu.ac.ir | 0000-0002-1289-1256

Abstract

1. Introduction and Objective

In recent years, global capital markets have faced increasing pressure to diversify their range of investment instruments and to provide mechanisms that can better address the risk–return preferences of investors. Stock exchanges in advanced financial centers such as Frankfurt, Stuttgart, London, Paris, Bucharest, Warsaw, and Zurich have progressively introduced new categories of structured products. Among these, the uncapped capital protection certificate (UCPC) has gained prominence as a hybrid financial instrument that combines the security of capital protection with partial exposure to the performance of an underlying asset.

These certificates are generally issued by a third-party institution, such as a reputable financial company or banking entity, with the dual purpose of providing investors with a protected form of investment and enabling issuers to secure financing. Functionally, they are structured similar to derivative contracts, since their payoffs are directly linked to an underlying asset, typically equities, stock indices, baskets of shares, or other financial benchmarks. The fundamental feature of UCPCs is that, at maturity, the investor is entitled to the repayment of the principal, either fully or partially, depending on the contract's structure, while also benefiting from potential gains if the underlying asset appreciates.

The attraction of these instruments lies in their ability to meet the needs of risk-averse investors who seek to avoid principal loss but are simultaneously dissatisfied with the relatively low yields of fixed deposits. They create an innovative middle ground between high-risk speculative investments and safe but low-yield bank deposits.

Despite the wide application of UCPCs in conventional markets, their introduction into markets governed by Islamic finance principles has remained unexplored. Specifically, in the Iranian capital market, all financial instruments must comply with the jurisprudential requirements of Imamiyya fiqh. This raises a central research question: Can uncapped capital protection certificates be structured in accordance with Islamic jurisprudence, and if so, under which contractual frameworks can they be introduced?

The primary objective of this research is therefore twofold:

1. To evaluate the jurisprudential feasibility of UCPCs within the Iranian capital market.
2. To determine which Islamic contracts—namely Muḍāraba (profit-sharing partnership), Wakāla (agency), and Mushāraka (partnership)—can most appropriately serve as the legal foundation for structuring these instruments.

By answering these questions, the study contributes both to the theoretical literature on Islamic financial engineering and to the practical development of Shariah-compliant capital market instruments.

2. Methods and Materials

The research adopts a jurisprudential-analytical methodology combined with applied research techniques to bridge the gap between financial innovation and Islamic law.

The guiding framework is the multi-stage ijtihād method, an approach specifically designed to manage the challenges of introducing new financial instruments in Islamic contexts. Unlike traditional jurisprudential reasoning, which often provides fragmented or delayed responses to new financial issues, multi-stage ijtihād incorporates economic experts and financial engineers into the reasoning process, ensuring that both economic functionality and jurisprudential legitimacy are considered simultaneously.

Step 1: Jurisprudential Analysis of Candidate Contracts

The first stage consisted of a systematic review of Islamic legal sources, juristic opinions, and existing applications of the three proposed contracts.

- Muḍāraba (profit-sharing partnership): Characterized by an arrangement in which one party provides the capital (rabb al-māl) and the other manages the business (muḍārib). Profits are shared according to pre-agreed ratios, while losses are borne by the capital provider unless negligence is proven.
- Wakāla (agency contract): In this arrangement, the investor appoints the issuer as an agent (wakīl) to invest funds on their behalf, usually in exchange for an agency fee. The structure is highly flexible, allowing adaptation to various financial products.
- Mushāraka (partnership contract): Both issuer and investors contribute capital to a joint venture and share in profits and losses based on pre-agreed proportions.

For each of these contracts, the researcher analyzed compatibility with the structure of UCPCs, focusing on three key elements: principal protection, profit allocation, and risk distribution.

Step 2: Focus Group with Experts

Following the jurisprudential analysis, the findings were presented to a focus group (group kawnūnī) composed of eight experts in Islamic economic jurisprudence. These experts were drawn from institutions including the Securities and Exchange Organization of Iran, the Tehran Stock Exchange, and the Energy Exchange, and several also held academic positions in Islamic finance and law.

The group was convened in the Islamic Finance Department of the Securities and Exchange Organization. Discussions were structured around the proposed contractual frameworks, and participants were asked to evaluate each model's legitimacy and feasibility.

Step 3: Empirical Assessment via Questionnaire

To quantify expert consensus, a structured questionnaire was designed using a five-point Likert scale, ranging from "strongly disagree" (1) to "strongly agree" (5). The objective was to capture the degree of support for structuring UCPCs under each of the three contractual models.

Step 4: Statistical Analysis

The collected data were analyzed using the one-sample t-test, where the mean scores of each contract were compared against the neutral midpoint (3). Results with statistical significance at the 5% level indicated that expert agreement was not due to chance but reflected genuine consensus.

This mixed-method approach—combining jurisprudential reasoning, expert deliberation, and quantitative validation—ensures robustness in both theoretical and practical dimensions of the study.

3. Research Findings

The results can be summarized in three main areas: jurisprudential compatibility, expert consensus, and preferred contractual framework.

3-1. Jurisprudential Compatibility

The jurisprudential analysis confirmed that UCPCs can be validly structured under all three examined contracts:

- Under Muḍāraba: Investors provide capital, and the issuer manages the investment. Profit-sharing ratios can be set to reflect the nature of UCPC payoffs, while principal protection can be introduced via external binding agreements ('aqd khārij lāzim) or third-party guarantees.
- Under Wakāla: The issuer acts as an investment agent, charging a fixed or performance-based fee, while investors bear the investment results. Principal protection can be embedded through stipulations or by employing mechanisms such as non-tradable put options.
- Under Mushāraka: Both parties pool their resources, and profits or losses are distributed according to their shares. Here too, protective conditions can be added to ensure that investors' principal is safeguarded.

3-2. Expert Consensus

The focus group discussions confirmed the feasibility of all three models. However, experts expressed varying levels of support:

- Wakāla (Agency contract): Received the strongest endorsement, with 88% agreement. Experts emphasized its operational simplicity, adaptability, and precedent in Islamic finance.

- Muḍāraba and Mushāraka: Both received 80% agreement, reflecting substantial but slightly lower consensus compared to Wakāla.

3-3. Statistical Validation

The t-test results showed that the mean scores for all three contracts were significantly higher than the neutral midpoint (3), confirming that expert agreement was statistically meaningful. Thus, jurisprudential feasibility is not only theoretically valid but also supported by empirical expert consensus.

3-4. Mechanisms for Principal Protection

Experts further approved several mechanisms for safeguarding investors' principal:

- External binding contracts that obligate the issuer to compensate losses.
- Non-tradable put options attached to the certificate, allowing investors to sell back at the original value if the underlying asset declines.
- Third-party guarantees (rukṇ-dāmin), whereby an external institution assumes responsibility for principal repayment.

These mechanisms were considered both jurisprudentially valid and practically implementable within the Iranian financial system.

4. Discussion and Conclusion

The research highlights several critical contributions to both Islamic finance scholarship and market practice.

4-1. Theoretical Contribution

This study demonstrates that UCPCs—structured products widely used in conventional markets—can be adapted to the jurisprudential framework of Imamiyya fiqh. The adoption of the multi-stage ijtihād methodology illustrates an effective mechanism for reconciling financial innovation with Islamic law. It addresses the traditional challenge of slow or conflicting juristic responses by embedding expert dialogue into the process, ensuring coherence and timeliness.

4-2. Practical Implications

The findings suggest that introducing UCPCs into the Iranian capital market is not only jurisprudentially possible but also strategically beneficial. Specifically, UCPCs can:

- Expand financing options for issuers, particularly listed companies and financial institutions.
- Attract risk-averse investors who require capital protection but desire returns above bank deposits.
- Enhance market liquidity and depth, as issuers reinvest collected funds into equities and related instruments.
- Strengthen Shariah legitimacy of the market by showcasing an ability to innovate within Islamic principles.

4-3. Preferred Contractual Framework

While all three contracts are feasible, Wakāla emerges as the most practical option, given its operational simplicity, transparency, and high level of expert approval. Muḍāraba and Mushāraka remain valid alternatives, offering flexibility for different contexts.

4-4. Conclusion

In summary, the study concludes that uncapped capital protection certificates can be introduced into the Iranian capital market under the contracts of Muḍāraba, Wakāla, and Mushāraka, with Wakāla being the most favorable structure. The feasibility is supported by both jurisprudential reasoning and expert consensus, validated statistically. Mechanisms such as external binding agreements, embedded put options, and third-party guarantees provide robust solutions for principal protection.

The successful adaptation of UCPCs would represent a meaningful step toward the diversification of Iran's financial system, balancing investor protection with market innovation. Moreover, the methodological framework of multi-stage ijtihād serves as a model for evaluating future financial innovations within Islamic markets.

5. Keywords

Structured Products; Uncapped Certificate; Capital Protection; Financing.

6. JEL Classification: G32, G19, G15, G10.

تحلیل فقهی گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی به‌عنوان ابزاری نوین در بازار سرمایه ایران

کامران سلمانی قرائی: دانشجوی دکتری مهندسی مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). kamran.salmani@iau.ac.ir

عبدالسادۀ نیسی: استاد، گروه ریاضی، دانشکده آمار، ریاضی و رایانه، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. a_neisy@iust.ac.ir

علیرضا زمانپور: دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. a.zamanpour@iau.ac.ir

محمد توحیدی: دانشیار، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. tohidi@isu.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

بورس‌های اوراق بهادار همواره در تلاش‌اند ابزارهای مالی جدیدی متناسب با نیاز سرمایه‌گذاران طراحی کنند. یکی از این ابزارها، گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی است که در بسیاری از بورس‌های معتبر جهان (از جمله فرانکفورت، اشتوتگارت، لندن، پاریس، بخارست، ورشو و سوئیس) معامله می‌شود و معمولاً با هدف تأمین مالی منتشر می‌گردد. با وجود کاربردهای گسترده این گواهی، تاکنون تطابق آن با الزامات شرعی اسلامی مورد بررسی قرار نگرفته است. هدف پژوهش حاضر بررسی امکان راه‌اندازی معاملات گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی در بازار سرمایه ایران بر اساس فقه امامیه است.

۲. مواد و روش‌ها

این تحقیق با رویکرد کیفی و در قالب روش «اجتهاد چندمرحله‌ای» انجام شده است. در مرحله نخست، امکان انطباق معاملات گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی با سه عقد مضاربه، وکالت و شرکت بررسی شد. در مرحله دوم، داده‌ها از طریق برگزاری یک گروه کانونی متشکل از خبرگان فقه اقتصادی گردآوری گردید و نظرات آنان مورد تحلیل قرار گرفت.

۳. یافته‌های تحقیق

نتایج تحلیل‌ها نشان می‌دهد که از منظر فقه امامیه، معاملات گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی قابلیت انطباق با هر سه عقد مضاربه، وکالت و شرکت را دارد. همچنین خبرگان فقه اقتصادی در گروه کانونی نیز بر امکان بهره‌گیری از این ابزار در بازار سرمایه ایران تأکید کرده‌اند.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که انتشار و راه‌اندازی معاملات گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی در بازار سرمایه ایران از نظر فقهی قابل‌پذیرش است. این امر می‌تواند راهکاری برای توسعه ابزارهای مالی اسلامی و گسترش شیوه‌های تأمین مالی در بازار سرمایه ایران باشد.

واژگان کلیدی: محصولات ساختاریافته؛ گواهی غیرحدی؛ پوشش سرمایه؛ تأمین مالی.

مقدمه

طراحی ابزارهای مالی نو در بازار سرمایه می‌تواند بر جذابیت این بازارها برای سرمایه‌گذاران بیفزاید و موجب ورود سرمایه‌های تازه شود. محصولات ساختاریافته از جمله ابزارهای نوین مالی به شمار می‌آیند که بسیاری از بورس‌های اوراق بهادار، معاملات آن‌ها را راه‌اندازی کرده‌اند. این محصولات، ترکیبی انعطاف‌پذیر و خلاقانه از یک سرمایه‌گذاری کلاسیک (مانند سهام یا اوراق قرضه) با یک ابزار مشتقه هستند که توسط نهادی ثالث، همچون شرکت‌ها و مؤسسه‌های مالی معتبر، و بر پایه دارایی‌هایی نظیر سهام، شاخص سهام، سبد سهام، نرخ سود، ارز یا کالاهای گوناگون منتشر می‌شوند. بازده این محصولات به بازده دارایی پایه آن‌ها وابسته است (Pohl & Vanini, 2015).

طیف گسترده‌ای از محصولات ساختاریافته بر اساس میزان ریسک و بازده وجود دارد و هر سرمایه‌گذار، متناسب با درجه ریسک‌پذیری خود، می‌تواند در بخشی از این ابزارها سرمایه‌گذاری کند. گواهی‌ها یا ابزارهای پوشش سرمایه^۱ که از جمله محصولات ساختاریافته به شمار می‌آیند، از ابزارهای مالی نو هستند که در بورس‌های اوراق بهادار و نیز در بازارهای خارج از بورس قابلیت معامله دارند. انجمن اروپایی محصولات سرمایه‌گذاری ساختاریافته^۲، استانداردهایی را برای طبقه‌بندی این محصولات در نظر گرفته است. بر پایه این استانداردها، محصولات ساختاریافته به دو دسته ابزارهای سرمایه‌گذاری^۳ و ابزارهای اهرمی^۴ تقسیم می‌شوند. ابزارهای سرمایه‌گذاری نیز به سه دسته گواهی‌های پوشش سرمایه، ابزارهای افزایش بازده و ابزارهای مشارکتی طبقه‌بندی می‌شوند (Arfima, 2015).

در نمودار (۱)، میزان ریسک و بازده هر یک از محصولات ساختاریافته مقایسه شده است. نتایج نشان می‌دهد که در میان این محصولات، گواهی‌های پوشش سرمایه کمترین ریسک و بازده را دارند (Arfima, 2015; Sarasin, 2010).

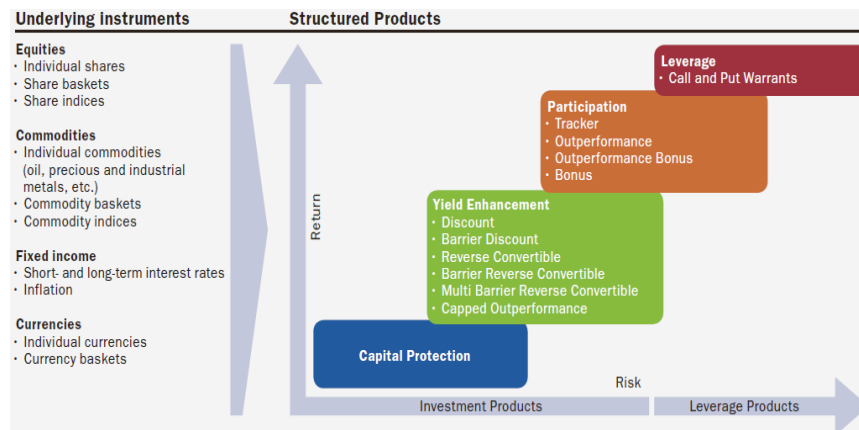
-
1. Capital Protection Certificates or Products
 2. European Structured Investment Products Association (EUSIPA)
 3. Investment Products
 4. Leverage Products

گواهی‌های پوشش سرمایه ابزارهای مالی‌ای هستند که در معاملات آن‌ها، ناشر بازپرداخت تقریباً صد درصد اصل سرمایه‌گذار (ارزش اسمی ابزار^۵ یا ارزش خرید) را در سررسید تضمین می‌کند. در صورت تغییرات مطلوب در قیمت دارایی پایه، در سررسید مبلغی بر اساس درصدی از این تغییرات به‌عنوان سود به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود. میزان این سود با توجه به نوع گواهی پوشش سرمایه متفاوت است (Blumke, 2009).

انواع گواهی‌های پوشش سرمایه در بورس‌های اوراق بهادار معامله می‌شوند. از مهم‌ترین و متداول‌ترین آن‌ها گواهی پوشش سرمایه غیرحدی^۶ است که موضوع این مقاله محسوب می‌شود. دیگر انواع گواهی پوشش سرمایه عبارت‌اند از: گواهی پوشش سرمایه حدی^۷، گواهی پوشش سرمایه با کوپن^۸، گواهی پوشش سرمایه با مانع^۹ و گواهی قابل تبدیل^{۱۰} (SSPA, 2022).

در نمودار (۱) همچنین انواع دارایی‌هایی که می‌توانند به‌عنوان دارایی پایه محصولات ساختاریافته به‌کار روند، نشان داده شده است. در بازارهای اوراق بهادار، اغلب سهام، شاخص سهام و سبد سهام به‌عنوان دارایی پایه مورد استفاده قرار می‌گیرند (Sarasin, 2010).

5. Denomination or Nominal Amount
6. Uncapped Capital Protection Products
7. Capped Capital Protection Products
8. Capital Protection with Coupon
9. Barrier Capital Protection product
10. Convertible Certificate



نمودار (۱): مقایسه ریسک و بازده محصولات ساختاریافته
منبع: (Sarasin, 2010)

طراحی ابزارهای نوین مالی، از جمله گواهی‌های پوشش سرمایه، در بازار سرمایه می‌تواند گزینه‌های تازه‌ای برای سرمایه‌گذاری در اختیار سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها و مؤسسه‌های مالی قرار دهد تا هر یک متناسب با اهداف و نیازهای خود در این ابزارها سرمایه‌گذاری کنند.

بر اساس قانون، تمامی ابزارهای مالی قابل معامله در بازار سرمایه ایران باید با الزامات فقه اسلامی سازگار باشند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱). با این حال، با وجود کاربردهای فراوان گواهی‌های پوشش سرمایه، هنوز انطباق معاملات این گواهی‌ها با الزامات شرعی اسلام بررسی نشده است. از این رو، این پژوهش بر آن است تا انطباق معاملات این گواهی‌ها با فقه امامیه را بررسی کند و زمینه بهره‌گیری از این ابزارها را در بازار سرمایه ایران فراهم سازد.

این مقاله شامل پنج بخش اصلی است. در بخش نخست، پیشینه تحقیق و مطالعات انجام‌شده درباره گواهی پوشش سرمایه بررسی می‌شود. در بخش دوم، مبانی نظری پژوهش مطرح شده و در آن ساختار قراردادی گواهی پوشش سرمایه غیرحدی و مزایای راه‌اندازی آن در بازار سرمایه ایران تشریح می‌شود. بخش سوم به روش‌شناسی پژوهش اختصاص دارد و بخش چهارم به بررسی فقهی معاملات گواهی پوشش

سرمایه غیرحدی در حالت‌های مختلف می‌پردازد. سرانجام، در بخش پایانی یافته‌های پژوهش و نتایج حاصل از تحلیل‌ها بررسی می‌شود.

۱. پیشینه تحقیق

کوتادیا^{۱۱} (۲۰۲۱م) در مقاله‌ای با عنوان «ارزش‌گذاری محصولات ساختاریافته مبتنی بر سهم»، ارزش‌گذاری گواهی‌های پوشش سرمایه را با استفاده از قراردادهای اختیار معامله و اوراق قرضه بدون کوپن بررسی کرده است. نتایج این مقاله نشان می‌دهد که قیمت بازاری واقعی گواهی‌های پوشش سرمایه با قیمت محاسبه‌شده از طریق روش پیشنهادی بسیار نزدیک است.

روگوزین^{۱۲} (۲۰۲۰م) در مقاله‌ای با عنوان «محصولات ساختاریافته با پوشش سرمایه به‌عنوان جایگزینی برای سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی کلاسیک»، ویژگی‌های این محصولات را به‌عنوان یک گزینه سرمایه‌گذاری جایگزین بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد که در شرایط نرخ‌های سود پایین تاریخی، محصولات ساختاریافته تقاضای بالایی را از سوی سرمایه‌گذاران خرد برانگیخته‌اند. همچنین در این مقاله، سازوکار محصولات ساختاریافته با پوشش سرمایه و ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری در این ابزارها تحلیل شده است.

مالکاوارا^{۱۳} (۲۰۲۰م) در رساله خود با عنوان «بازده‌های بلندمدت محصولات سرمایه‌گذاری ساختاریافته»، بر محصولات ساختاریافته با پوشش سرمایه تمرکز کرده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که این محصولات، با توجه به بازده‌هایی که ایجاد می‌کنند، می‌توانند یکی از گزینه‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری، به‌ویژه در شرایط بحرانی بازار، باشند. از سوی دیگر، محصولات ساختاریافته با پوشش سرمایه به دلیل ویژگی‌های منحصربه‌فرد خود — مانند سررسیدهای گوناگون، دارایی‌های پایه متنوع و سطوح مختلف ریسک و بازده — قادرند نیازهای انواع سرمایه‌گذاران با الگوهای

11. Kotadia

12. Rogozin

13. Malkavaara

متفاوت ریسک و بازده را برآورده سازند. به این ترتیب، سرمایه‌گذاران می‌توانند از این ابزارها برای بهبود تخصیص پرتفوی خود بهره ببرند.

فیاسکینی^{۱۴} (۲۰۱۸م) در رساله خود با عنوان «گواهی‌های سرمایه‌گذاری داخلی: ساختار و کاربرد آن در بازار در حال توسعه ایتالیا»، انواع گواهی‌های پوشش سرمایه در بازار سهام ایتالیا و بازده آن‌ها را تشریح کرده است. نتایج این رساله نشان می‌دهد که معاملات این ابزارها در بازار ایتالیا رو به رشد بوده و با توجه به ویژگی‌های خاص آن، می‌تواند برای اهدافی همچون سرمایه‌گذاری بلندمدت، سفته‌بازی کوتاه‌مدت، مدیریت تقدینگی با پوشش سرمایه، جبران زیان و بهینه‌سازی پرتفوی به کار رود.

گووی‌پین^{۱۵} (۲۰۱۵م) در مقاله‌ای با عنوان «تحلیل قیمت‌گذاری و ریسک محصولات ساختاریافته؛ مطالعه موردی گواهی‌های پوشش سرمایه مبتنی بر شاخص سهام»، مدل قیمت‌گذاری، تحلیل حساسیت در دوره انتشار ابزار و عوامل ریسکی را که ناشر پس از انتشار با آن‌ها روبه‌رو می‌شود بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد نرخ اوراق با درآمد ثابت یک پارامتر کلیدی در طراحی و قیمت‌گذاری گواهی‌های پوشش سرمایه است. سود این اوراق نسبت به نرخ سود بدون ریسک و نوسانات بازار سهام حساس است و ناشران باید تغییرات نرخ و نوسانات بازار سهام را مدنظر قرار دهند. ارزش گواهی‌های پوشش سرمایه به میزان زیادی تحت تأثیر عوامل ریسک قرار دارد و پوشش ریسک متناسب باید در مقاطع زمانی گوناگون اتخاذ شود. همچنین سرمایه‌گذاران نباید کورکورانه در محصولات ساختاریافته مرتبط با شاخص سرمایه‌گذاری کنند، بلکه باید ساختار بازده ابزار را با دقت تحلیل کرده و در زمان مناسب اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند.

بینگ‌گو^{۱۶} (۲۰۱۴م) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی توزیع بازده مورد انتظار یک دسته از محصولات مالی ساختاریافته با پوشش سرمایه»، به مطالعه قیمت و نرخ بازده این محصولات پرداخته است. نتایج مقاله نشان می‌دهد که قیمت نظری محصولات ساختاریافته با پوشش سرمایه تابعی یکنواخت از قیمت دارایی پایه نیست. همچنین

14. Fiaschini

15. Gui-pin

16. Bing-gu

زمانی که نوسانات دارایی پایه به اندازه کافی بزرگ باشد، نرخ بازده این محصولات کمتر از نرخ بازده سپرده‌های ثابت با شرایط مشابه خواهد بود.

دیچتل و دروبتز^{۱۷} (۲۰۱۱م) در مقاله‌ای با عنوان «بیمه پرتفوی و نظریه چشم‌انداز سرمایه‌گذاران: محبوبیت و طراحی بهینه گواهی‌های مالی با پوشش سرمایه»، کاربرد راهبردهای بیمه پرتفوی و ابزارهای مالی با پوشش سرمایه را بررسی کرده‌اند. همچنین تحلیل‌هایی درباره اینکه یک ابزار مالی با پوشش سرمایه چگونه باید در عمل طراحی و ساختار بندی شود تا ترجیحات سرمایه‌گذاران را هرچه دقیق‌تر برآورده سازد، ارائه داده‌اند. نتایج مقاله نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران استفاده از راهبردهای بیمه پرتفوی و ابزارهای مالی با پوشش سرمایه را به سایر راهبردهای سرمایه‌گذاری ترجیح می‌دهند؛ نتیجه‌ای که در چارچوب مالی رفتاری قابل تبیین است. افزون‌براین، سرمایه‌گذاران با وجود بازده پایین‌تر، سطح پوشش سرمایه بالاتر را بر سطح پوشش پایین‌تر ترجیح می‌دهند.

شایان ذکر است که تاکنون هیچ مطالعه‌ای، چه در داخل و چه در خارج، درباره راه‌اندازی معاملات گواهی‌های پوشش سرمایه در بازار سرمایه بر پایه فقه امامیه انجام نشده است؛ از این رو، این پژوهش از این منظر دارای نوآوری است. بنابراین، این مقاله با هدف فراهم کردن امکان بهره‌گیری از گواهی‌های پوشش سرمایه در بازار سرمایه ایران، به بررسی انطباق این گواهی‌ها با فقه امامیه می‌پردازد.

۲. مبانی نظری پژوهش

۲-۱. ساختار قراردادی گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی

گواهی پوشش سرمایه غیرحدی که با عنوان «گواهی پوشش سرمایه مشارکتی»^{۱۸} نیز شناخته می‌شود، از مهم‌ترین و متداول‌ترین انواع گواهی‌های پوشش سرمایه به شمار می‌رود (SSPA, 2022). سرمایه‌گذار برای خرید این گواهی باید در زمان انتشار، کل ارزش معامله یعنی ارزش اسمی یا همان قیمت انتشار گواهی^{۱۹} را به ناشر (فروشنده)

17. Dichtl & Drobetz

18. Capital Protection with Participation

19. Issue Price

پرداخت کند. این مبلغ معمولاً برابر با قیمت پایانی دارایی پایه در زمان انتشار گواهی است (Arfima, 2015).

گواهی پوشش سرمایه دارای قیمت اعمال در سررسید است که غالباً معادل قیمت پایانی دارایی پایه در زمان انتشار گواهی در نظر گرفته می‌شود. از سوی دیگر، ناشر در زمان انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی باید دو مؤلفه مهم را تعیین کند: نرخ مشارکت^{۲۰} و سطح پوشش سرمایه^{۲۱}. به این معنا که اگر در سررسید تغییرات مطلوبی در قیمت پایانی دارایی پایه رخ دهد و به اندازه α درصد سود حاصل شود، دارنده گواهی به اندازه $f\alpha$ درصد از ارزش اسمی گواهی سود کسب می‌کند. در این فرمول، f نرخ مشارکت است که معمولاً کمتر از ۱۰۰ درصد (برای نمونه ۷۰ درصد) تعیین می‌شود. بنابراین در شرایط افزایش قیمت دارایی پایه، میزان سود دارنده گواهی معمولاً کمتر از سود دارنده مستقیم دارایی پایه خواهد بود.

در مقابل، اگر قیمت پایانی دارایی پایه در سررسید کاهش یافته و به اندازه α درصد زیان ایجاد شود، دارنده گواهی به میزان سطح پوشش سرمایه تعیین شده توسط ناشر، مستحق دریافت بخشی از سرمایه اولیه خود (یعنی درصدی از ارزش اسمی گواهی) خواهد بود. در حالت استاندارد، این سطح پوشش برابر ۱۰۰ درصد ارزش اسمی گواهی است؛ هرچند ممکن است کمتر از آن نیز در نظر گرفته شود (Fiaschini, 2018).

در این مقاله فرض بر این است که سطح پوشش سرمایه گواهی برابر با ۱۰۰ درصد باشد. بنابراین اگر در سررسید قیمت پایانی دارایی پایه دچار کاهش شود، دارنده گواهی هیچ‌گونه زانی متحمل نخواهد شد.

سازوکار معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی به این صورت است که سرمایه‌گذار برای خرید گواهی، ارزش اسمی آن (N) را - که معمولاً معادل قیمت پایانی دارایی پایه در زمان انتشار (S_0) است - به ناشر پرداخت می‌کند. همچنین قیمت اعمال گواهی (K) برابر با S_0 در نظر گرفته می‌شود.

20. Participation Rate

21. Level of Capital Protection

اگر قیمت پایانی دارایی پایه در سررسید (S_T) بیشتر از قیمت اعمال (K) باشد، دارنده گواهی سود کسب می‌کند. با این حال، این سود با توجه به نرخ مشارکت تعیین شده توسط ناشر (f) کمتر از سود دارنده مستقیم دارایی پایه خواهد بود و از حاصل ضرب نرخ مشارکت در اختلاف میان قیمت پایانی دارایی پایه در سررسید و قیمت اعمال به دست می‌آید. در مقابل، اگر قیمت پایانی دارایی پایه در سررسید کمتر از قیمت اعمال باشد، دارنده گواهی با توجه به سطح پوشش سرمایه تعیین شده توسط ناشر (CP)، زیانی متحمل نمی‌شود. در این مقاله، سطح پوشش سرمایه برابر با ۱۰۰ درصد ارزش اسمی گواهی فرض شده است (Arfima, 2015; Fiaschini, 2018). کل دریافتی سرمایه‌گذار یا ارزش گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی در سررسید (V_T) از رابطه زیر به دست می‌آید (Kotadia, 2021):

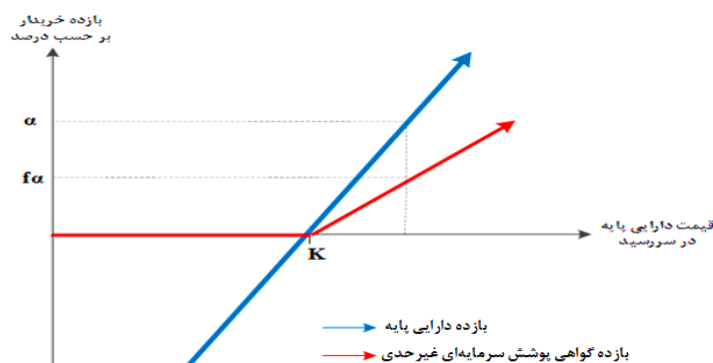
$$V_T = \begin{cases} N \left(1 + \frac{f \times (S_T - K)}{K} \right) & S_T > K \\ N & S_T \leq K \end{cases} \quad \text{رابطه (۱):}$$

در صورتی که سطح پوشش سرمایه‌ای گواهی (CP) کمتر از ۱۰۰ درصد ارزش اسمی گواهی در نظر گرفته شده باشد، ارزش گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی از رابطه زیر به دست می‌آید (Arfima, 2015; Blumke, 2009; Kotadia, 2021):

$$V_T = \begin{cases} N \left(CP + \frac{f \times (S_T - K)}{K} \right) & S_T > K \\ N \times CP & S_T \leq K \end{cases} \quad \text{رابطه (۲):}$$

در نمودار (۲)، بازده دارنده گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در سررسید، در حالتی که سطح پوشش سرمایه برابر با ۱۰۰ درصد ارزش اسمی گواهی باشد، نشان داده شده است (SSPA, 2022). بر اساس این نمودار، اگر قیمت پایانی دارایی پایه در سررسید بیشتر از قیمت اعمال باشد و دارنده مستقیم دارایی پایه به اندازه α درصد سود کسب کند، دارنده گواهی به اندازه $f\alpha$ درصد از ارزش اسمی گواهی سود خواهد برد؛ میزانی که کمتر از سود دارنده مستقیم دارایی پایه است. همچنین اگر قیمت پایانی دارایی پایه در سررسید کمتر از قیمت اعمال شود و به اندازه α درصد کاهش یابد، دارنده گواهی هیچ‌گونه زیانی متحمل نمی‌شود و صد درصد ارزش اسمی گواهی را از

ناشر دریافت می‌کند. این در حالی است که اگر سرمایه‌گذار دارایی پایه را به طور مستقیم خریده باشد، به اندازه α درصد زیان خواهد کرد (Fiaschini, 2018).



نمودار (۲): بازده دارنده ابزار پوشش سرمایه‌ای افزایشی غیرحدی
(با سطح پوشش سرمایه‌ای ۱۰۰ درصد)
منبع: (SSPA, 2022)

در معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی، تضمین سرمایه فقط در سررسید قابل اجراست. به این معنا که سرمایه‌گذار تنها در صورتی می‌تواند از ویژگی تضمین سرمایه بهره‌مند شود که گواهی را تا سررسید نگه دارد (Arfma, 2015; Blumke, 2009). بنابراین اگر سرمایه‌گذار قصد فروش گواهی پیش از سررسید را داشته باشد، ممکن است قیمت بازخرید آن کمتر از قیمت خرید یا قیمت تضمین شده ناشر باشد و سرمایه‌گذار زیان ببیند (Blumke, 2009; Kotadia, 2021).

گواهی پوشش سرمایه غیرحدی توسط ناشران معتبر، همچون شرکت‌ها و مؤسسه‌های مالی، منتشر می‌شود. این بدان معناست که تنها ناشران واجد شرایط می‌توانند در بازار اولیه اقدام به فروش این گواهی‌ها کنند و در موقعیت فروش قرار گیرند (Blumke, 2009; Malkavaara, 2020).

سرمایه‌گذاران در بازار اولیه تنها مجاز به خرید گواهی پوشش سرمایه غیرحدی هستند. با این حال، دارندگان گواهی می‌توانند گواهی‌های خریداری شده را در بازار ثانویه معامله کرده و از بازار خارج شوند (Kotadia, 2021).

مثال (۱): فرض کنید سرمایه‌گذاری گواهی پوشش سرمایه غیرحدی با ارزش اسمی ۵۰ دلار، مبتنی بر سهم «الف» و با سطح پوشش سرمایه صد درصد و نرخ مشارکت ۷۰ درصد خریداری کرده است. قیمت پایانی سهم «الف» در زمان انتشار و همچنین قیمت اعمال گواهی برابر با ۵۰ دلار در نظر گرفته می‌شود. اکنون بازده سرمایه‌گذار در حالت‌های مختلف بررسی می‌شود.

حالت اول: زمانی که قیمت پایانی سهم «الف» در سررسید بیشتر از قیمت اعمال باشد: در این وضعیت، سرمایه‌گذار سود کسب می‌کند. مقدار سود برابر است با حاصل ضرب نرخ مشارکت در اختلاف قیمت پایانی سهم «الف» در سررسید و قیمت اعمال. بنابراین کل دریافتی سرمایه‌گذار یا ارزش گواهی در سررسید از رابطه (۴) محاسبه می‌شود:

$$V_T = N \left(CP + \frac{f \times (S_T - K)}{K} \right) \quad \text{رابطه (۳):}$$

فرض کنید قیمت پایانی سهم الف در سررسید برابر ۸۰ دلار باشد؛ بنابراین کل دریافتی سرمایه‌گذار در سررسید تقریباً برابر ۷۱ دلار است که حاصل عبارت زیر است:

$$V_T = 50 \times \left(1 + \frac{.70 \times (80 - 50)}{50} \right) = 71 \quad \text{دلار} \quad \text{رابطه (۴):}$$

بنابراین سرمایه‌گذار ۲۱ دلار سود کسب می‌کند که از مابه‌التفاوت ارزش گواهی در سررسید و ارزش خرید در زمان انتشار به دست می‌آید. به عبارت دیگر:

$$\text{دلار } 21 = V_T - N = 71 - 50 \quad \text{رابطه (۵):}$$

حالت دوم: زمانی که قیمت پایانی سهم «الف» در سررسید کمتر از قیمت اعمال باشد: در این وضعیت، صرف‌نظر از میزان کاهش قیمت پایانی سهم «الف»، کل دریافتی سرمایه‌گذار از ناشر برابر با سطح پوشش سرمایه تعیین شده در زمان انتشار است؛ یعنی صد درصد ارزش اسمی گواهی. به بیان دیگر، کل دریافتی سرمایه‌گذار از رابطه (۶) محاسبه می‌شود:

$$V_T = N \times CP = 50 \times 1 = 50 \quad \text{دلار} \quad \text{رابطه (۶):}$$

بنابراین، سرمایه‌گذار با توجه به سطح پوشش سرمایه ۱۰۰ درصدی، هیچ‌گونه زیانی متحمل نمی‌شود و همان ۵۰ دلار، یعنی ارزش اسمی گواهی، را از ناشر دریافت خواهد کرد.

۲-۲. مزایای راه‌اندازی گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی در بازار سرمایه ایران

راه‌اندازی معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در بازار سرمایه ایران، علاوه بر توسعه این بازار از طریق به‌کارگیری ابزارهای مالی نو، فرصت‌های تازه‌ای برای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی و خرد ایجاد خواهد کرد. معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی مزایای بسیاری برای بازار سرمایه ایران و فعالان آن دارد که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود:

- بر اساس دستورالعمل‌های معاملات ابزارهای مشتقه در بورس‌های اوراق بهادار — از جمله «دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» (مصوب ۱۳۹۷/۰۲/۲۶ هیأت‌مدیره سازمان) و «دستورالعمل معاملات قرارداد آتی در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» (مصوب ۱۳۹۶/۱۲/۱۶ هیأت‌مدیره سازمان) — یکی از الزامات راه‌اندازی معاملات ابزارهای مشتقه، محاسبه وجه تضمین است. برای این منظور، بورس‌ها باید دارای سیستم مدیریت ریسک باشند. اما در معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی، سرمایه‌گذار کل ارزش معامله را در ابتدای معامله به ناشر (فروشنده) پرداخت می‌کند و از آنجا که ناشر از رتبه اعتباری بالایی برخوردار است، هیچ‌گونه وجه تضمینی پرداخت نمی‌شود و نیازی به سیستم مدیریت ریسک وجود ندارد. بنابراین انتشار و راه‌اندازی این گواهی در بازار سرمایه ایران با الزامات کمتر، جذاب‌تر و ساده‌تر خواهد بود.
- معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی موجب افزایش حجم معاملات در بازار سرمایه ایران می‌شود؛ زیرا ناشر این گواهی با تأمین منابع مالی از سرمایه‌گذاران، اقدام به خرید اوراق بهادار (از جمله سهام پایه گواهی) در

بازار سرمایه ایران می‌کند. این فرآیند به افزایش معاملات اوراق بهادار در بازار منجر خواهد شد.

- گواهی پوشش سرمایه غیرحدی به عنوان یک منبع تأمین مالی برای شرکت‌ها و مؤسسات بورسی و فرابورسی عمل می‌کند و فرصت‌های تازه‌ای برای سرمایه‌گذاری و جوه نقد دریافتی فراهم می‌سازد.
- با راه‌اندازی معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در بازار سرمایه ایران، سرمایه‌گذاران نیز با گزینه‌های جدیدی مواجه خواهند شد. در این میان، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز که به دنبال نرخ سودی بالاتر از سپرده بانکی هستند، می‌توانند به خرید این گواهی‌ها اقدام کنند. در نتیجه، این ابزارها موجب جذب سرمایه‌گذاران بیشتر و ورود سرمایه‌های تازه به بازار سرمایه ایران خواهند شد.

از منظر تأثیر راه‌اندازی معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در بازار سرمایه ایران و بازتاب آن بر اقتصاد می‌توان گفت که توسعه ابزارهای مالی نو، نقش بسزایی در ارتقای نظام مالی و بهبود عملکرد آن ایفا می‌کند. افزون بر این، در عصر حاضر توسعه بخش مالی به دلیل ایفای نقش واسطه‌ای در تخصیص منابع به بخش‌های مختلف اقتصاد، کاهش هزینه‌های تأمین مالی، تشویق پس‌اندازها و بهره‌گیری کارا از آن‌ها، سهم مهمی در بهبود شاخص‌های اقتصادی - به‌ویژه رشد بلندمدت، توسعه تجارت و گسترش صادرات غیرنفتی - دارد.

بر پایه مطالعات جهانی، راه‌اندازی معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی منجر به افزایش حجم معاملات در بازار سرمایه، ارتقای نقدشوندگی بازار نقد (SSPA, 2017)، گسترش روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و افزایش کارایی بازار سهام (Simamora, Ryando & Heryana, 2023) می‌شود.

۳. روش تحقیق

روش تحقیق این طرح پیشنهادی از نوع آمیخته (ترکیبی از رویکرد کیفی و کمی) است. در مرحله کیفی، پژوهش از نظر هدف توسعه‌ای و در مرحله کمی، از نظر هدف کاربردی محسوب می‌شود.

از آنجا که هدف این تحقیق طراحی ابزاری مالی منطبق با الزامات فقه اسلامی است، پس از طراحی ابزار یادشده، میزان تطابق آن با احکام شرع مقدس اسلام بررسی خواهد شد. در این چارچوب، روش‌شناسی تحقیق در حوزه فقه اقتصادی قرار می‌گیرد. با گذشت زمان، پژوهشگران اقتصادی ابزارها و نهادهای تازه‌ای طراحی می‌کنند تا بتوانند به نیازهای روز جامعه پاسخ دهند. در مقابل، فقیهان مالی در چارچوب اصول و قواعد شریعت، نوآوری‌های یادشده را بررسی، گزینش و تأیید می‌کنند. چالش مهم در این زمینه، میان‌رشته‌ای بودن موضوع و نبود روش معتبر است. از یک‌سو پژوهشگران اقتصادی که طراحان ابزارهای مالی هستند، بر ابعاد فقهی تسلط کافی ندارند و نمی‌توانند حکم شرعی لازم را استنباط کنند. از سوی دیگر، ابزارهای نو دارای پیچیدگی‌های فراوان‌اند و پاسخ‌های استفتایی ساده که بسیاری از جزییات و ابعاد مسئله را نادیده می‌گیرند، کافی نیست. این امر سبب کندی روند نوآوری در ابزارهای مالی و گاه تفاوت در آرای فقها درباره یک ابزار خاص می‌شود؛ به‌گونه‌ای که در برخی موارد، سال‌ها یا حتی دهه‌ها زمان لازم است تا انطباق یک ابزار جدید به تأیید فقها برسد. برای حل این چالش، موسویان و خوانساری (۱۳۹۵) روشی نوین با عنوان «اجتهاد چندمرحله‌ای» در مقاله‌ای با عنوان «اجتهاد چندمرحله‌ای: روش پژوهش استنباط مسائل فقه اقتصادی» ارائه کرده‌اند. در این روش، با افزودن خبرگان فقهی - اقتصادی به روند استنباط فقهی ابزارهای جدید به‌عنوان حلقه واسط میان پژوهشگران اقتصادی و مراجع دینی، تلاش شده است درک مشترکی میان محققان حوزه اقتصاد و فقه ایجاد شود. روش به‌کاررفته در این تحقیق نیز برگرفته از مقاله یادشده است. در این مرحله، پژوهشگر با توجه به شناختی که از ماهیت موضوع دارد و نیز بر اساس منابع فقهی موجود، جنبه‌های فقهی مسئله را بر پایه دیدگاه‌های موجود بررسی می‌کند و با استدلال منطقی مبتنی بر منابع فقهی، ابعاد فقهی موضوع را تطبیق داده و دیدگاه خود را بیان

می‌کند. بدیهی است که به دلیل ناآشنایی پژوهشگر با برخی جنبه‌های ظریف فقهی یا کاوش ناکافی، احتمال دارد استدلال‌ها دقیق نباشند. بنابراین، در مرحله بعد استدلال پژوهشگر به خبرگان فقه اقتصادی ارائه می‌شود تا مورد بازبینی، تقویت و اصلاح قرار گیرد. در این تحقیق از روش گروه کانونی برای گردآوری نظرات خبرگان فقه اقتصادی استفاده شده است. این گروه شامل هشت نفر از خبرگان آشنا با ابزارهای مالی بوده و در اداره مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل شده است. اسامی و مشخصات اعضا در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): مشخصات خبرگان فقه اقتصادی در گروه کانونی

جنسیت	عنوان شغلی	حوزه مطالعات
مرد	عضو کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار / عضو هیأت علمی دانشگاه مفید قم	اقتصاد/ مالی اسلامی
مرد	مشاور مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی / هیأت علمی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام	مدیریت مالی / بازار سرمایه اسلامی
مرد	رئیس اداره مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	معارف اسلامی و مالی
مرد	دستیار اجرایی مدیرعامل بورس تهران	اقتصاد مالی/ بازار سرمایه اسلامی
مرد	مدیر توسعه بورس انرژی ایران	مدیریت مالی / مالی اسلامی
مرد	مشاور مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	فقه و حقوق اقتصادی
مرد	کارشناس اداره مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	مهندسی مالی
مرد	کارشناس اداره مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	مدیریت مالی

۴. بررسی فقهی معاملات گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی

در این بخش، راهکارهای فقهی انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در دو حالت بررسی می‌شود:

- ۱) سرمایه‌گذاری وجوه در سهام پایه گواهی.
 - ۲) سرمایه‌گذاری وجوه در اوراق بهاداری به‌جز سهام پایه گواهی.
- برای این منظور، پژوهشگر گواهی پوشش سرمایه غیرحدی را با سه عقد مضاربه، وکالت و شرکت تطبیق داده است.
- ۴-۱. راهکارهای فقهی در حالتی که بانی وجوه حاصل از انتشار گواهی را در سهام پایه سرمایه‌گذاری کند

۴-۱-۱. تطبیق گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی با عقد مضاربه

مضاربه در لغت به معنای تجارت با سرمایه فرد دیگر است (عمید، ۱۳۷۶). در اصطلاح، عقدی است که به موجب آن، فردی (مالک) مالی را در اختیار فرد دیگر (عامل یا مضارب) قرار می‌دهد تا با آن تجارت کند و سود حاصل میان آن دو به نسبت معینی تقسیم شود (نجفی، ۱۳۶۷، ص. ۳۳۷؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۵۸؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۲۶۳).

سرمایه یکی از ارکان عقد مضاربه است که مالک برای کار در اختیار عامل قرار می‌دهد تا با آن تجارت کند و باید شرایط زیر را داشته باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ج ۱، ص. ۲۸۹):

- ۱) عین بودن سرمایه: مضاربه با منفعت یا دین صحیح نیست (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۵۸؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، صص. ۲۶۴ و ۲۶۸).
- ۲) نقد بودن سرمایه: مضاربه با جنس و کالا صحیح نیست (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۱۳۹؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۵۸).
- ۳) معلوم بودن سرمایه: مقدار سرمایه باید از نظر کمی و کیفی مشخص و معین باشد.

از دیگر ارکان مضاربه، کار (عمل) است (موسویان، ۱۳۹۱، ج ۱، ص. ۲۹۰). نوع کاری که عامل باید با سرمایه انجام دهد، تجارت است. اگر عامل از طریق فعالیت‌هایی مانند تولید، زراعت یا سایر روش‌ها از سرمایه سود به دست آورد، عنوان مضاربه بر آن

صدق نمی‌کند (طباطبایی یزدی، بی‌تا، ج ۵، ص. ۱۵۰؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۵۹؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۲۶۸).

طبق ماده ۲ قانون تجارت ایران، نمونه‌هایی از معاملات و فعالیت‌های تجاری عبارت‌اند از: «خرید یا تحصیل هر نوع مال منقول به قصد فروش یا اجاره، اعم از اینکه در آن تصرفاتی انجام شده یا نشده باشد».

از سوی دیگر، سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس در زمره اموال منقول محسوب می‌شوند (تفرشی و شعاریان ستاری، ۱۳۸۱). بنابراین، عامل یا مضارب می‌تواند در قالب عقد مضاربه، وجوه گردآوری‌شده از مالک را در اوراق بهادار — مانند سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی — سرمایه‌گذاری کند. این نوع قرارداد در اصطلاح «مضاربه در بورس» نامیده می‌شود. در این قرارداد، سرمایه یک‌طرف در اختیار شخصی قرار می‌گیرد که به تحلیل بازار بورس آشناست و در نهایت، سود حاصل میان طرفین مضاربه تقسیم می‌شود.

بر این اساس، عقد پایه گواهی پوشش سرمایه غیرحدی می‌تواند بر مبنای عقد مضاربه تنظیم شود. در این ساختار، بانی با فروش گواهی پوشش سرمایه به سرمایه‌گذاران، وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی را تأمین می‌کند. از آنجا که این گواهی‌ها در قالب عقد مضاربه منتشر می‌شوند، از پیش تعیین می‌شود که سود حاصل از سرمایه‌گذاری به چه نسبتی میان طرفین مضاربه تقسیم خواهد شد.

• ضمانت اصل سرمایه ضمن عقد مضاربه یا در عقد خارج لازم

طبق ماده ۵۵۸ قانون مدنی، اگر شرط شود که مضارب ضامن سرمایه باشد یا خسارات ناشی از تجارت متوجه مالک نشود، عقد باطل است؛ مگر آنکه شرط شود مضارب به‌طور لازم، از مال خود به اندازه خسارت یا تلف، مجاناً به مالک تملیک کند.

بر این اساس، بانی می‌تواند به‌عنوان شرط ضمن عقد خارج لازم، ضمانت اصل سرمایه‌گذاران را بر عهده گیرد. در همین زمینه، پژوهشگر با استفتا از برخی مراجع تقلید نشان داده است که عامل می‌تواند اصل سرمایه سرمایه‌گذاران را تضمین کند. سؤال پژوهشگر از مراجع تقلید چنین مطرح شده است: «اگر بانی (عامل) در قالب عقد مضاربه، وجوه سرمایه‌گذاران (مالک یا صاحبان سرمایه) را در بورس سرمایه‌گذاری کند، آیا می‌تواند اصل سرمایه سرمایه‌گذاران را تضمین نماید؟ و در صورت امکان، این تضمین باید در ضمن عقد مضاربه باشد یا به‌عنوان شرط ضمن عقد خارج لازم؟»

نظرات مراجع تقلید درباره این پرسش در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): استفتائات از مراجع تقلید

منبع استفتا	پاسخ استفتا
دفتر مقام معظم رهبری	عامل می‌تواند شرط کند که اگر اصل سرمایه یا سهم طرف مقابل از سود تأمین نشد، از مال خودش جبران نماید.
پرتال امام خمینی ^(ره)	اگر تضمین به نحو ضمان عقدی باشد صحیح نیست ولی اگر با عقد بیمه یا به‌طور شرط در ضمن عقد، قرارداد شود که عامل خسارت وارده بر مالک را جبران کند، مانع ندارد.
دفتر آیت‌الله مکارم شیرازی	زیان حاصل در مضاربه (کم شدن اصل سرمایه) به‌شرط عدم تعدی و تفریط عامل، مربوط به سرمایه‌گذار است هرچند عامل نیز چون سودی از کارش به دست نیاورده زیان کرده است. در فرض سهل‌انگاری، باید عامل زیان را جبران کند. پس اگر سرمایه‌گذار زیان را نپذیرد مضاربه باطل است. مگر این‌که در عقد خارج لازمی مانند بیع شرط کنند چنانچه سرمایه در مضاربه لطمه خورد، آن را عامل جبران می‌کند. مهم انجام عقد خارج لازمی به‌صورت واقعی و جدی است. مثلاً جنسی را بخرد و در ضمن این خرید و فروش، شرط کند که عامل زیان احتمالی از مضاربه را جبران می‌کند.
دفتر آیت‌الله نوری همدانی	اگر تضمین در قالب شرط فعل باشد یعنی متعهد در صورت خسارت آن را از مال خودش جبران نماید، مانعی ندارد.

مضاربه عقدی جایز است؛ بنابراین هر یک از عامل و مالک می‌توانند در هر مرحله از عقد، چه پیش از آغاز فعالیت و چه در اثنای آن، عقد را فسخ کنند (حلی، ۱۴۰۳ق، ج ۲، ص. ۱۳۷؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۶۱؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۲۶۹). در این زمینه، اگر شرط لزوم در ضمن عقد مضاربه درج شود، شرط باطل اما خود مضاربه صحیح خواهد بود (طباطبایی یزدی، بی‌تا، ج ۵، ص. ۱۵۶؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۶۱؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۲۶۹). با این حال، اگر شرط لزوم مضاربه در ضمن یک عقد خارج لازم گنجانده شود، شرط صحیح بوده و طرفین تا پایان مدت معین حق فسخ مضاربه را نخواهند داشت (طباطبایی یزدی، بی‌تا، ج ۵، ص. ۱۵۶؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۶۱؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۲۶۹).

• ضمانت اصل سرمایه با واگذاری اختیار فروش تبعی

بانی می‌تواند به‌جای تعهد به ضمانت اصل سرمایه در عقد خارج لازم، در زمان انتشار گواهی اقدام به واگذاری یک اختیار فروش تبعی به سرمایه‌گذاران کند. بر اساس این سازوکار، ناشر برای حفظ سرمایه اولیه سرمایه‌گذاران، موظف است به‌عنوان شرط ضمن عقد، اختیار فروش تبعی با قیمت اعمال معادل قیمت خرید گواهی در زمان انتشار، در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد.

در نتیجه، اگر قیمت سهم پایه در سررسید کمتر از قیمت خرید گواهی در زمان انتشار (قیمت اعمال) باشد، سرمایه‌گذاران می‌توانند با اعمال این اختیار فروش، قیمت اولیه انتشار گواهی را از بانی دریافت کنند. لازم به ذکر است که این اختیار، قابلیت خریدوفروش مستقل ندارد.

• ضمانت اصل سرمایه با استفاده از رکن ضامن

در این راهکار، بانی به‌جای تعهد به ضمانت اصل سرمایه سرمایه‌گذاران در قالب عقد خارج لازم یا واگذاری اختیار فروش تبعی، می‌تواند بر اساس سازوکار فقهی «صندوق سرمایه‌گذاری با تضمین اصل مبلغ سرمایه‌گذاری» (سازمان بورس و

اوراق بهادار، ۱۴۰۰)، یک نهاد ثالث را به‌عنوان ضامن اصل سرمایه سرمایه‌گذاران معرفی کند.

در صندوق سرمایه‌گذاری با تضمین اصل مبلغ سرمایه‌گذاری، یک شخص ثالث (شخص حقوقی) می‌تواند در برابر دریافت کارمزد، به‌عنوان ضامن اصل سرمایه سرمایه‌گذاران عمل کند. بر اساس این سازوکار، اگر ارزش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق کمتر از آورده اولیه سرمایه‌گذاران شود، مابه‌التفاوت توسط شخص ثالث جبران خواهد شد.

طبق مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار درباره تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری با تضمین اصل مبلغ سرمایه‌گذاری، جبران کاهش ارزش واحدهای سرمایه‌گذاری توسط شخص ثالث از نظر فقهی بلامانع است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۰). همچنین، دریافت مبلغی به‌عنوان کارمزد در برابر این جبران، مشروط بر اینکه جزئیات آن از ابتدا برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق مشخص باشد، ایرادی ندارد. با استناد به این مصوبه، می‌توان سازوکار مشابهی را در معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی نیز به کار گرفت. بدین معنا که اگر ارزش سهام پایه این گواهی‌ها در سررسید کمتر از قیمت خرید گواهی در زمان انتشار شود، مابه‌التفاوت آن توسط شخص ثالث جبران شود. در این حالت نیز دریافت مبلغی به‌عنوان کارمزد، مشروط بر شفاف بودن جزئیات برای دارندگان گواهی از همان ابتدا، مجاز خواهد بود. بنابراین، ضامن در برابر دریافت کارمزد، اصل سرمایه سرمایه‌گذاران را تعهد می‌کند؛ به این معنا که اگر سرمایه‌گذاری منجر به زیان شود، ضامن خسارت وارد بر سرمایه اولیه سرمایه‌گذاران را جبران خواهد کرد.

○ نتیجه‌گیری

انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در قالب عقد مضاربه و همراه با شرط ضمانت اصل سرمایه در عقد خارج لازم، از نظر فقهی صحیح بوده و می‌تواند

به عنوان راهکاری عملی برای راه اندازی معاملات این گواهی در بازار سرمایه ایران به کار گرفته شود.

علاوه بر این، بانی می تواند از دو روش دیگر نیز برای تضمین اصل سرمایه سرمایه گذاران استفاده کند:

(۱) واگذاری اختیار فروش تبعی.

(۲) معرفی رکن ضامن.

۴-۲. تطبیق گواهی پوشش سرمایه ای با عقد وکالت

وکالت در لغت به معنای تفویض و واگذاری کاری به دیگری همراه با اعتماد به اوست (عمید، ۱۳۷۶). در اصطلاح، عقدی است که به موجب آن، یکی از طرفین، طرف دیگر را برای انجام امری به عنوان نایب خود قرار می دهد (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۱۹۳؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۲، ص. ۳۴؛ بنی هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۳۲۷).

در عقد وکالت، شخصی که دیگری را نایب خود قرار می دهد موکل و شخص نایب شده وکیل نامیده می شود. وکیل و موکل باید شرایط عمومی طرفین عقد، از جمله بلوغ، عقل، قصد و اختیار را دارا باشند (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۱۹۶؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۲، ص. ۳۵؛ بنی هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۳۲۹).

اگر وکیل به تعهدات خود عمل کند، موکل نیز موظف است به تمامی تعهدات خود پایبند باشد؛ از جمله پرداخت تمامی مخارجی که وکیل برای انجام امر وکالت متحمل شده و نیز پرداخت اجرت وکیل (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۱۹۹؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۲، ص. ۳۹؛ بنی هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۳۳۲).

حق الوکاله تابع توافق طرفین در عقد است و اگر در قرارداد ذکر نشود، تابع عرف خواهد بود. در صورت وجود عرف مسلم، وکیل مستحق دریافت اجرت المثل است (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۱۹۹؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۲، ص. ۳۹؛ بنی هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۳۳۱).

شایان ذکر است که طبق مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، پرداخت حق الوکاله در انواع روش های کارمزد ثابت، کارمزد عملکرد ثابت،

کارمزد عملکرد پلکانی و ترکیب کارمزد ثابت و پلکانی، از نظر فقهی صحیح است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۷).

عقد وکالت از جمله عقود جایز است؛ بنابراین هر یک از طرفین می‌توانند در هر زمان آن را فسخ کنند (موسویان، ۱۳۹۱). در این زمینه، طرفین می‌توانند در ضمن یک عقد خارج لازم شرط کنند که تا زمانی که آن عقد برقرار است، عقد وکالت نیز باقی بماند و هیچ‌یک از طرفین حق فسخ آن را نداشته باشند (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، صص. ۱۹۳-۱۹۴؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۲، ص. ۳۹؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۳۳۲).

بر این اساس، عقد پایه گواهی پوشش سرمایه غیرحدی می‌تواند بر مبنای عقد وکالت تنظیم شود. در این ساختار، بانی با فروش گواهی پوشش سرمایه به سرمایه‌گذاران، وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی را تأمین می‌کند. از آنجا که این گواهی‌ها در قالب عقد وکالت منتشر می‌شوند، از پیش مشخص می‌شود که چه نسبتی از سود حاصل از سرمایه‌گذاری یا فعالیت تجاری به‌عنوان حق‌الوکاله به بانی تعلق خواهد گرفت. لازم به ذکر است که پس از کسر حق‌الوکاله از کل سود، باقی‌مانده میان سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود.

• ضمانت اصل سرمایه ضمن عقد وکالت یا در عقد خارج لازم

وکیل نسبت به اموالی که در اختیار دارد، امین محسوب می‌شود و تا زمانی که مرتکب تفریط یا تعدی نشود، ضامن نخواهد بود. با این حال، هرگونه تلف یا خسارتی که بر اثر تقصیر وکیل ایجاد شود و عرفاً او مسبب آن شناخته شود، بر عهده وکیل خواهد بود (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۲۰۳؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۲، ص. ۴۲؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، صص. ۳۳۲-۳۳۳).

با این وجود، بر اساس استفتائات انجام‌شده توسط پژوهشگر از برخی مراجع عالی‌قدر، بانی می‌تواند به‌عنوان شرط ضمن عقد یا در قالب عقد خارج لازم، ضمانت اصل سرمایه‌گذاران را برعهده گیرد.

سؤال پژوهشگر از مراجع تقلید به این صورت مطرح شده است: «اگر بانی (وکیل) در قالب عقد وکالت، وجوه سرمایه‌گذاران (موکلان) را در بورس سرمایه‌گذاری کند، آیا می‌تواند اصل سرمایه (سرمایه اولیه) آنان را تضمین نماید؟ و در صورت امکان، این تضمین باید در ضمن عقد وکالت باشد یا به‌عنوان شرط ضمن عقد خارج لازم؟» نظرات مراجع تقلید درباره این پرسش در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): استفتائات از مراجع تقلید

منبع استفتا	پاسخ استفتا
دفتر مقام معظم رهبری	وکیل می‌تواند مقداری از سود حاصل شده را به سرمایه‌گذاران بدهد و مابقی را به‌عنوان اجرت وکالت برای خود بردارد و در ضمن عقد هم شرط کند که اگر اصل سرمایه یا بخشی از آن تلف شد، از مال خود جبران می‌کند
دفتر آیت‌الله مکارم شیرازی	ضمانت اصل سرمایه سرمایه‌گذاران در ضمن عقد وکالت اشکالی ندارد.
دفتر آیت‌الله نوری همدانی	اگر تضمین در قالب شرط فعل باشد یعنی متعهد شود در صورت خسارت آن را از مال خودش جبران نماید، مانعی ندارد ولی شرط ضمن عقد وکالت لازم‌الاجرا نیست.

- **ضمانت اصل سرمایه با واگذاری اختیار فروش تبعی**
مشابه عقد مضاربه، بانی می‌تواند به‌جای تعهد به ضمانت اصل سرمایه سرمایه‌گذاران در قالب شرط ضمن عقد وکالت یا در عقد خارج لازم، در زمان انتشار گواهی یک اختیار فروش تبعی به سرمایه‌گذاران واگذار کند. توضیحات کامل این سازوکار پیش‌تر در بخش مربوط به عقد مضاربه ارائه شده است.

- **ضمانت اصل سرمایه با استفاده از رکن ضامن**
در این راهکار نیز، بانی می‌تواند به‌جای تعهد به ضمانت اصل سرمایه سرمایه‌گذاران در قالب شرط ضمن عقد وکالت، در عقد خارج لازم یا از طریق واگذاری اختیار فروش تبعی، بر اساس سازوکار فقهی «صندوق سرمایه‌گذاری با تضمین اصل مبلغ سرمایه‌گذاری» (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۰)، یک نهاد ثالث را به‌عنوان

ضامن اصل سرمایه معرفی کند. توضیحات کامل این سازوکار پیش‌تر در بخش مربوط به عقد مضاربه ارائه شده است.

○ نتیجه‌گیری

انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در قالب عقد وکالت، همراه با شرط ضمانت اصل سرمایه در ضمن عقد خارج لازم، از نظر فقهی صحیح بوده و می‌تواند به‌عنوان راهکاری عملی برای راه‌اندازی معاملات این گواهی در بازار سرمایه ایران به کار گرفته شود.

افزون‌براین، بانی می‌تواند از دو روش دیگر نیز برای تضمین اصل سرمایه سرمایه‌گذاران بهره گیرد:

(۱) واگذاری اختیار فروش تبعی.

(۲) معرفی رکن ضامن.

۴-۳. تطبیق گواهی پوشش سرمایه‌ای با عقد شرکت

یکی از معاملات رایج در عصر حاضر، به‌ویژه در بازار سرمایه، شرکت است که به اشکال گوناگون جریان دارد. شرکت افزون بر آنکه نوعی قرارداد مالی محسوب می‌شود، گاه نتیجه یک قرارداد و گاه نتیجه یک حادثه یا اتفاق است. از این رو، فقها هنگام ورود به بحث شرکت، آن را فراتر از یک قرارداد صرف می‌نگرند (موسویان، ۱۳۹۱، ج ۱، ص. ۲۸۴).

شرکت در لغت به معنای مخلوط کردن و درآمیختن اموال است؛ چه این اختلاط و امتزاج به‌صورت مشاع باشد و چه نباشد (نجفی، ۱۳۶۷، ص. ۲۸۴). در اصطلاح، اجتماع حقوق مالکین متعدد در یک شیء به‌صورت مشاع را «شرکت» می‌گویند (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۱۲۹؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۷۲؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۳۵۳). این شیء واحد می‌تواند عین، دین، منفعت یا حق باشد (طباطبایی یزدی، بی‌تا، ج ۵، ص. ۲۷۰؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۷۲).

عقد شرکت قراردادی است میان دو یا چند نفر که به‌موجب آن، با مال مشترک خود به معامله و دادوستد می‌پردازند. ثمره این قرارداد آن است که بر اساس توافق،

تصرف در مال مشترک و کار با آن به هدف کسب سود مجاز می‌شود و سود و زیان حاصل نیز به تناسب میزان سرمایه میان شرکا تقسیم می‌گردد (موسویان، ۱۳۹۱، ج ۱، ص. ۲۸۵).

طرفین عقد شرکت که اصطلاحاً «شرکا» یا «سهامداران شرکت» نامیده می‌شوند، باید شرایط عمومی معاملات را دارا باشند. این شرایط عبارت‌اند از: بلوغ، عقل، قصد، اختیار، نداشتن حجر به دلیل ورشکستگی یا سفاهت، و مالکیت بر مال آورده (طباطبایی یزدی، بی‌تا، ج ۵، ص. ۲۷۵؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۷۳؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۲۵۵).

عقد شرکت به چهار صورت مطرح شده است، اما به نظر مشهور فقهای شیعه و حضرت امام خمینی (ره)، تنها صورت نخست که به آن «شرکه‌العنان» یا «شرکت در اموال» گفته می‌شود، صحیح است (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۷۳). انواع شرکت به اختصار عبارت‌اند از (حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص. ۱۳۰؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۷۴؛ بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۸۸، ج ۲، ص. ۲۵۴):
انواع شرکت در فقه به چهار صورت تقسیم می‌شود:

- ۱) **شرکه‌العنان (شرکت در اموال):** دو یا چند نفر به‌طور مشترک سرمایه یک فعالیت اقتصادی را تأمین می‌کنند و در سود و زیان حاصل شریک می‌شوند.
- ۲) **شرکه‌الابدان (شرکت در کار):** دو یا چند نفر توافق می‌کنند که هرچه از کار خود به دست آورند، با یکدیگر شریک باشند؛ خواه نوع کارشان یکسان یا متفاوت باشد و خواه مبنای شرکت، کار معین باشد یا مطلق کار.
- ۳) **شرکه‌الوجوه (شرکت در اعتبار):** دو یا چند نفر بدون آنکه سرمایه‌ای داشته باشند یا بیاورند، پیمان می‌بندند که هرکدام کالاهایی را به‌صورت نسیه بر ذمه خود خریداری کند. این کالاها به‌طور مشترک متعلق به آنان خواهد بود و پس از فروش و پرداخت بدهی، سود باقیمانده میانشان تقسیم می‌شود.
- ۴) **شرکه‌المفاوضه:** دو یا چند نفر پیمان می‌بندند که هرچه از سود تجارت، فواید زراعت، کسب، ارث، وصیت یا دیگر منابع به دست آورند، مشترک باشد.

همچنین هرگونه زیان یا خسارتی که بر یکی از آنان وارد شود، میان همه تقسیم گردد.

پس از انعقاد عقد شرکت، کل سرمایه به صورت مشاع به همه شرکا تعلق می‌گیرد؛ خواه سرمایه به شکل دارایی‌های فیزیکی مانند زمین، ساختمان و ماشین‌آلات باشد، یا دارایی‌های نقدی چون ریال، درهم و دینار، یا ترکیبی از آن دو. در این حالت، هیچ‌یک از شرکا مالک سرمایه‌ای جداگانه نخواهد بود. لازم به ذکر است که حق تصرف در مال‌الشرکه مطابق قرارداد شرکت تعیین می‌شود؛ بنابراین اگر در قرارداد این حق به یکی از شرکا داده شود، تنها او مجاز به تصرف خواهد بود و دامنه تصرفات او نیز در حد همان توافق محدود خواهد شد (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۷۵).

در صورتی که در عقد شرکت درباره کیفیت تقسیم سود و زیان توافق خاصی صورت نگرفته باشد، سود و زیان به نسبت سرمایه هر یک از شرکا تقسیم می‌شود. بنابراین، اگر سرمایه طرفین مساوی باشد، سود و زیان نیز به‌طور مساوی تقسیم خواهد شد. اما اگر در قرارداد توافق دیگری ذکر شده باشد — مانند تقسیم سود براساس نسبت‌های متفاوت در حالی که سرمایه‌ها مساوی‌اند، یا تقسیم مساوی سود در حالی که سرمایه‌ها متفاوت‌اند — ملاک، همان توافق قراردادی خواهد بود؛ چه این تفاوت به دلیل میزان کار بیشتر یکی از شرکا باشد یا به هر دلیل دیگری (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ج ۱، ص. ۵۷۵).

بر این اساس، عقد پایه گواهی پوشش سرمایه غیرحدی می‌تواند بر مبنای عقد شرکت تنظیم شود. در این سازوکار، بانی با فروش گواهی پوشش سرمایه به سرمایه‌گذاران، بخشی از وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری را تأمین کرده و با ترکیب آن با سرمایه خود، اقدام به خرید سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی می‌کند. از آنجا که این گواهی‌ها در قالب عقد شرکت منتشر می‌شوند، در همان ابتدای عقد مشخص خواهد شد که سود حاصل از سرمایه‌گذاری به چه نسبتی میان بانی و سرمایه‌گذاران تقسیم شود. لازم به ذکر است که در این روش، بخشی از سرمایه توسط بانی و بخش دیگر از طریق فروش گواهی به سرمایه‌گذاران تأمین می‌شود.

• **ضمانت اصل سرمایه ضمن عقد شرکت یا عقد خارج لازم**

به موجب اصل اولی در عقد شرکت، سود و زیان بر اساس میزان سرمایه میان شرکا تقسیم می‌شود. با این حال، اگر در ضمن عقد شرط شود که یک یا چند نفر از شرکا ضرر احتمالی را جبران کنند، این شرط از نظر فقهی مانعی ندارد. بر همین اساس، برای جلب اطمینان دیگر اعضای شرکت، یک یا چند شریک که دارای تجربه و دانش کافی هستند می‌توانند ضرر احتمالی را برای مدت معین یا به طور مطلق بر عهده بگیرند و به عبارت دیگر، سرمایه سایر شرکا را تضمین کنند (موسوی خمینی، ۱۳۷۵، ج ۲، ص. ۲۵۱).

در همین راستا، پژوهشگر با طرح استفتا از برخی مراجع تقلید نشان داده است که بانی می‌تواند اصل سرمایه سرمایه‌گذاران را تضمین کند. پرسش پژوهشگر به این صورت مطرح شده است: «اگر در قالب عقد شرکت، بانی (شریکی که به تنهایی حق تصرف در اموال شرکت را دارد) اقدام به سرمایه‌گذاری وجوه سرمایه‌گذاران (شرکا) در بورس کند، آیا می‌تواند اصل سرمایه آنان را تضمین کرده و تمام ضرر احتمالی را بر عهده گیرد؟ و در صورت امکان، آیا این تضمین باید در ضمن عقد شرکت باشد یا به عنوان شرط ضمن عقد خارج لازم؟» نظرات مراجع عالی‌قدر درباره این پرسش در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴): استفتانات از مراجع تقلید

منبع استفتا	پاسخ استفتا
پرتال حضرت امام خمینی (ره)	اگر شرطی در بین نباشد هریک از شرکا، به نسبت سرمایه، در سود و زیان شریک است ولی مانع ندارد در ضمن عقد شرط کنند ضرر یکی را دیگری جبران نماید.
دفتر مقام معظم رهبری	یکی از شرکا می‌تواند شرط کند که اگر اصل سرمایه یا سهم طرف مقابل از سود تأمین نشد، از مال خودش جبران نماید.
دفتر آیت‌الله مکارم شیرازی	ضمانت اصل سرمایه سرمایه‌گذاران در ضمن عقد شرکت اشکالی ندارد.
دفاتر مراجع عالی‌قدر آیت‌الله	اگر شرکا در عقد شرکت شرط کنند تمام ضرر یا بیشتر

منبع استفتا	پاسخ استفتا
اراکي، آيت‌الله خوئي، آيت‌الله تبريزي، آيت‌الله نوري همداني، آيت‌الله زنجاني و آيت‌الله فاضل	آن را يکي از آنان جبران کند شرط صحيح است (هدانا، وبگاه پاسخ‌گويي به سؤالات ديني).

- **ضمانت اصل سرمایه با واگذاری اختیار فروش تبعی**
 مشابه عقد مضاربه، بانی می‌تواند به‌جای تعهد به ضمانت اصل سرمایه سرمایه‌گذاران در قالب شرط ضمن عقد شرکت یا در عقد خارج لازم، در زمان انتشار گواهی یک اختیار فروش تبعی به سرمایه‌گذاران واگذار کند. توضیحات کامل این سازوکار پیش‌تر در بخش مربوط به عقد مضاربه ارائه شده است.
- **ضمانت اصل سرمایه با استفاده از رکن ضامن**
 در این راهکار نیز، بانی می‌تواند به‌جای تعهد به ضمانت اصل سرمایه سرمایه‌گذاران در قالب شرط ضمن عقد شرکت، در عقد خارج لازم یا از طریق واگذاری اختیار فروش تبعی، یک نهاد ثالث را به‌عنوان ضامن اصل سرمایه معرفی کند. توضیحات کامل این سازوکار پیش‌تر در بخش مربوط به عقد مضاربه ارائه شده است.

۵ نتیجه‌گیری

انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در قالب عقد شرکت، همراه با شرط ضمانت اصل سرمایه در ضمن عقد یا در عقد خارج لازم، از نظر فقهی صحیح بوده و می‌تواند به‌عنوان راهکاری عملی برای راه‌اندازی معاملات این گواهی در بازار سرمایه ایران به کار گرفته شود.

علاوه‌براین، بانی می‌تواند از دو شیوه دیگر نیز برای تضمین اصل سرمایه سرمایه‌گذاران بهره گیرد:

- (۱) واگذاری اختیار فروش تبعی.
- (۲) معرفی رکن ضامن.

۲-۴. راهکار فقهی در حالتی که بانی وجوه حاصل از انتشار گواهی را در اوراق بهاداری به‌غیر از سهام پایه سرمایه‌گذاری کند

در صورتی که بانی قصد داشته باشد وجوه جمع‌آوری‌شده را در اوراق بهاداری به‌غیر از سهام پایه سرمایه‌گذاری کند، می‌توان از سازوکاری مشابه رسید برگ قابل معامله^{۲۲} بهره گرفت.

بر اساس مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۲۸ تیرماه ۱۴۰۲)، رسید برگ قابل معامله اوراقی مبتنی بر بدهی است که به‌موجب آن، بانی اوراق امکان انتفاع دارندگان اوراق از بازدهی یک شاخص معین را فراهم می‌کند، بدون آنکه ملزم به سرمایه‌گذاری در دارایی پایه رسید برگ باشد. بانی موظف است در سررسید، معادل بازدهی شاخص مبنا را با دارندگان رسید برگ تسویه کند.

شایان ذکر است که کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، انتشار رسید برگ قابل معامله (ETN) را در قالب عقد وکالت تصویب کرده است. به این صورت که بانی رسید برگ به‌عنوان وکیل دارندگان اوراق، منابع مالی حاصل از انتشار را در حوزه‌های مختلف سودآور سرمایه‌گذاری می‌کند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۲).

بر این اساس، گواهی پوشش سرمایه غیرحدی را نیز می‌توان به‌گونه‌ای تعریف کرد که به‌موجب آن، بانی امکان انتفاع دارندگان این ابزار از بازدهی شاخص معینی — مانند سهام یا شاخص سهام — را فراهم سازد، بی‌آنکه ملزم به سرمایه‌گذاری مستقیم در دارایی پایه گواهی پوشش سرمایه باشد.

در صورتی که بانی وجوه جمع‌آوری‌شده را در اوراق بهادار پایه (شاخص مبنا) سرمایه‌گذاری کند، تسویه معاملات این ابزار صرفاً بر مبنای بازده همان اوراق بهادار پایه (شاخص مبنا) خواهد بود. از آنجا که بانی در قالب عقد وکالت اقدام به سرمایه‌گذاری وجوه کرده است، درصد معینی از سود به‌دست‌آمده به‌عنوان حق‌الوکاله به او تعلق می‌گیرد و مابقی سود میان سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود. لازم به ذکر است که مشابه راهکار دوم در حالت اول (انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد

وکالت)، ضمانت اصل سرمایه در ضمن عقد وکالت یا در عقد خارج لازم بر عهده بانی خواهد بود. اما در صورتی که بانی منابع حاصل از انتشار گواهی را در اوراق بهاداری غیر از اوراق بهادار مبنا (شاخص مبنا) سرمایه‌گذاری کند، در مقطع سررسید و پس از محاسبه بازدهی نهایی مربوط به سرمایه‌گذاری، سه حالت متصور است:

سه حالت متصور در سررسید به شرح زیر است:

(۱) کمتر بودن بازدهی سرمایه‌گذاری از شاخص مبنا: اگر بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری کمتر از بازدهی شاخص مبنا باشد، بازدهی شاخص مبنا ملاک سود و زیان قرار می‌گیرد.

(۲) برابر بودن بازدهی سرمایه‌گذاری با شاخص مبنا: اگر بازدهی سرمایه‌گذاری دقیقاً برابر با بازدهی شاخص مبنا باشد، در این حالت نیز بازدهی شاخص مبنا مبنای محاسبه سود و زیان خواهد بود.

(۳) بیشتر بودن بازدهی سرمایه‌گذاری از شاخص مبنا: اگر بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری بانی بیش از بازدهی شاخص مبنا باشد، بانی علاوه بر پرداخت سهم سرمایه‌گذاران از بازدهی شاخص مبنا، درصدی از بازده مازاد را نیز به آنان پرداخت می‌کند. در صورتی که سهم طرفین از سود مازاد بر اساس همان نرخ مشارکت تعیین شود، می‌توان گفت بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری عملاً مبنای محاسبه سود و زیان قرار می‌گیرد.

شایان ذکر است که در هر سه حالت یادشده، سود به‌دست‌آمده بر اساس نسبت از پیش تعیین‌شده میان سرمایه‌گذاران و بانی تقسیم می‌شود.

۵. یافته‌های پژوهش

نتایج بررسی پژوهشگر درباره راهکارهای فقهی انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در یک گروه کانونی متشکل از هشت نفر از خبرگان فقه اقتصادی آشنا با ابزارهای مالی، مورد بحث و ارزیابی قرار گرفت. اسامی و مشخصات اعضای گروه در جدول (۱) ارائه شده است.

پس از بررسی فقهی گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در این گروه، اعضا انتشار گواهی در قالب هر سه عقد مضاربه، وکالت و شرکت را صحیح دانستند. برای انتخاب بهترین راهکار فقهی، پژوهشگر پرسشنامه‌ای طراحی کرد که بر مبنای میزان موافقت اعضای گروه کانونی با انتشار گواهی در قالب هر یک از عقود یادشده در بازار سرمایه ایران تنظیم شده بود. این پرسشنامه در اختیار اعضا قرار گرفت تا مشخص شود کدام یک از سه راهکار ارائه شده بیشترین موافقت را کسب می‌کند. پرسش‌های تخصصی تحقیق بر اساس مقیاس پنج‌گزینه‌ای طیف لیکرت طراحی شده بودند.

پرسشنامه توسط اعضای گروه کانونی شامل هشت خبره فقه اقتصادی، صاحب‌نظر در زمینه ابزارهای مالی و فعال در بخش‌های اجرایی بازار سرمایه ایران تکمیل شد. این خبرگان در سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت بورس اوراق بهادار تهران و بورس انرژی در سمت‌هایی همچون عضو کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس، دستیار مدیرعامل، مدیر واحد، رئیس اداره، مشاور سازمان بورس و کارشناس مشغول به کار بودند. شماری از آنان هم‌زمان در جایگاه هیئت‌علمی دانشگاه نیز فعالیت داشتند.

از نظر سطح تحصیلات، هفت نفر دارای مدرک دکتری و یک نفر دارای مدرک کارشناسی ارشد بودند. میانگین سنی مشارکت‌کنندگان ۴۰ سال و کمترین سن آنان ۳۶ سال بود، در حالی که مسن‌ترین فرد ۶۴ سال داشت.

از نظر سابقه کاری، میانگین تجربه کاری ۱۲ سال، دامنه ۱۴ سال و بیشترین سابقه کاری ۱۹ سال گزارش شد.

پرسش‌های تحقیق بر اساس طیف پنج‌گزینه‌ای لیکرت کمی‌سازی شدند؛ بدین ترتیب که به گزینه‌های «کاملاً موافق»، «موافق»، «بی تفاوت»، «مخالف» و «کاملاً مخالف» به ترتیب امتیازهای ۵ تا ۱ اختصاص یافت.

در گام بعد، بر مبنای امتیازات به دست آمده برای هر یک از راهکارها، درصد موافقت اعضای گروه کانونی با هر یک از راهکارهای فقهی محاسبه شد که نتایج آن در جدول (۵) ارائه شده است.

شایان ذکر است که با توجه به حداکثر امتیاز ۵ برای هر پرسش و تعداد ۸ پاسخ‌دهنده، بیشترین امتیاز قابل کسب برای هر پرسش برابر با ۴۰ امتیاز خواهد بود.

جدول (۵): تحلیل توصیفی پرسشنامه

پیامد اقتصادی	حداکثر امتیازات قابل کسب	امتیازات کسب شده	درصد موافقت اعضای گروه
تا چه حد با طراحی یا انتشار گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی در بازار سرمایه ایران در قالب عقد مضاربه موافق هستید؟	۴۰	۳۲	۸۰
تا چه حد با طراحی یا انتشار گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی در بازار سرمایه ایران در قالب عقد وکالت موافق هستید؟	۴۰	۳۵	۸۸
تا چه حد با طراحی یا انتشار گواهی پوشش سرمایه‌ای غیرحدی در بازار سرمایه ایران در قالب عقد شرکت موافق هستید؟	۴۰	۳۲	۸۰

تحلیل توصیفی پرسشنامه نشان می‌دهد که خبرگان فقه اقتصادی با راهکارهای فقهی ارائه شده موافق بوده‌اند. نتایج جدول (۵) نیز بیانگر آن است که بیشترین میزان موافقت مربوط به طراحی گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد وکالت است؛ به گونه‌ای که ۸۸ درصد اعضای گروه کانونی با انتشار گواهی در قالب عقد وکالت موافق بوده‌اند. میزان موافقت خبرگان با طراحی گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد مضاربه و شرکت نیز ۸۰ درصد گزارش شده است.

در بخش تحلیل آماری، برای ارزیابی راهکارهای فقهی از آزمون t استیودنت استفاده شد. بر اساس این آزمون، میانگین امتیازهای غیر وزنی با عدد ۳ (به عنوان شاخص حد وسط) مقایسه شد. چنانچه میانگین امتیاز از عدد ۳ بزرگ‌تر و از نظر آماری معنادار باشد، به معنای موافقت خبرگان فقه اقتصادی با انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد مورد نظر است. در مقابل، اگر میانگین امتیاز کمتر از عدد ۳ و از نظر آماری معنادار باشد، نشان‌دهنده مخالفت خبرگان با انتشار گواهی در قالب آن عقد خواهد بود. همچنین در صورتی که تفاوت میان امتیاز و عدد ۳ از نظر آماری معنادار نباشد، به این مفهوم است که دیدگاه خبرگان نسبت به انتشار گواهی در قالب آن عقد مبهم است.

شایان ذکر است که در آزمون t استیودنت، فاصله اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری ۵ درصد در نظر گرفته شده است.

جدول (۶): آزمون آماری برای ارزیابی راهکارهای فقهی از دیدگاه خبرگان فقه اقتصادی

راهکار فقهی	میانگین	آماره t	سطح احتمال	انحراف از میانگین	فاصله اطمینان در ۹۵ درصد	
					کران پایین	کران بالا
انتشار گواهی پوشش سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران در قالب عقد مضاربه	۴	۳/۰۶	۰/۰۱۸	۱	۰/۲۲۶	۱/۷۷۴
انتشار گواهی پوشش سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران در قالب عقد وکالت	۴/۳۸	۵/۲۸	۰/۰۰۱	۱/۳۷۵	۰/۷۵۳	۱/۹۹۷
انتشار گواهی پوشش سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران در قالب عقد شرکت	۴	۵/۲۹	۰/۰۰۱	۱	۰/۵۵۳	۱/۴۴۷

منبع: (یافته‌های تحقیق)

نتایج منعکس شده در جدول (۶) به شرح زیر است:

۱) انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد مضاربه: نتایج آزمون t نشان می‌دهد که این راهکار در سطح خطای ۵ درصد کاملاً معنادار است. میانگین امتیاز کسب‌شده برابر با ۴ بوده که بیانگر موافقت خبرگان فقه اقتصادی با انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد مضاربه است.

۲) انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد وکالت: آزمون t حاکی از آن است که این راهکار نیز در سطح خطای ۵ درصد کاملاً معنادار است. میانگین امتیاز به‌دست‌آمده برابر با ۳۸/۴ بوده و نشان می‌دهد که خبرگان فقه اقتصادی بیشترین موافقت را با انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد وکالت داشته‌اند.

۳) انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد شرکت: بر اساس نتایج آزمون t ، این راهکار نیز در سطح خطای ۵ درصد کاملاً معنادار ارزیابی شد. میانگین

امتیاز برابر با ۴ بوده که بیانگر موافقت خبرگان فقه اقتصادی با انتشار گواهی پوشش سرمایه در قالب عقد شرکت است.

همچنین در جریان مباحث گروه کانونی، اعضا علاوه بر ضمانت اصل سرمایه در ضمن عقد یا در عقد خارج لازم، با دو راهکار دیگر یعنی واگذاری اختیار فروش تبعی و استفاده از رکن ضامن نیز موافقت کردند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

گواهی پوشش سرمایه غیرحدی از جمله ابزارهای نوین مالی است که ناشران معتبر - مانند شرکت‌ها و نهادهای مالی - معمولاً به منظور تأمین منابع مالی خود در بازار سرمایه منتشر می‌کنند. از آنجا که این نهادها همواره در پی روش‌های متنوع برای تأمین مالی هستند، انتشار ابزارهای مالی در بازار اوراق بهادار می‌تواند گزینه‌ای جذاب برای آنان به شمار آید. در صورت راه‌اندازی معاملات گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در بازار سرمایه ایران، این ابزار می‌تواند مورد استفاده بسیاری از ناشران معتبر داخلی قرار گیرد. همچنین سرمایه‌گذاران مختلف، به‌ویژه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز که به دنبال نرخ بازدهی بالاتر از سپرده‌های بانکی هستند، می‌توانند به معامله این گواهی روی آورند. بدین ترتیب، راه‌اندازی این ابزار در بازار سرمایه ایران موجب جذب سرمایه‌گذاران بیشتر و در نتیجه ورود منابع مالی جدید به بورس خواهد شد.

با توجه به اینکه تمامی ابزارهای مالی قابل معامله در بازار سرمایه ایران باید منطبق با الزامات فقه امامیه باشند، پژوهش حاضر به بررسی فقهی گواهی پوشش سرمایه غیرحدی و تطبیق آن با سه عقد مضاربه، وکالت و شرکت پرداخته است. راهکارهای ارائه‌شده در یک گروه کانونی متشکل از هشت خبره فقه اقتصادی آشنا با ابزارهای مالی، که در اداره مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل شد، مورد بحث و ارزیابی قرار گرفت.

یافته‌ها نشان داد که از منظر فقه امامیه، انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در قالب هر سه عقد مضاربه، وکالت و شرکت امکان‌پذیر است. با این حال، خبرگان فقه اقتصادی انتشار این گواهی در قالب عقد وکالت را در اولویت دانستند؛ به‌گونه‌ای که

۸۸ درصد اعضای گروه کانونی با این راهکار موافق بودند، در حالی که میزان موافقت با عقود مضاربه و شرکت برابر ۸۰ درصد گزارش شد. نتایج آزمون t نیز نشان داد که انتشار گواهی پوشش سرمایه غیرحدی در قالب هر سه عقد در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. علاوه بر این، میانگین امتیاز راهکارهای پیشنهادی بر اساس طیف پنج‌گزینه‌ای لیکرت حداقل برابر با ۴ بود که تأییدکننده موافقت خبرگان با انتشار این گواهی در قالب سه عقد مذکور است.

در نهایت، برای تضمین اصل سرمایه سرمایه‌گذاران، علاوه بر شرط ضمن عقد یا عقد خارج لازم، می‌توان از دو سازوکار دیگر یعنی اوراق اختیار فروش تبعی و معرفی رکن ضامن نیز بهره گرفت.

ملاحظات حقوقی
- پرووی از اصول حقوقی تمامی اصول اخلاق در پژوهش در این مقاله رعایت شده است. - تعارض منافع بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله تعارض منافع ندارد. بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله مستخرج از رساله دکتری با عنوان «ارائه الگوی راهاندازی ابزارهای پوشش سرمایه‌ای در بازار سرمایه‌ای در بازار سرمایه ایران در راستای توسعه ابزارهای نوین تأمین مالی» آقای کامران سلمانی قرانی که به راهنمایی آقایان دکتر عبدالساده نیسی و علیرضا زمان‌پور و با مشاوره آقای دکتر توحیدی در دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات در حال انجام است.

کتابنامه

- ۱) بنی‌هاشمی خمینی، محمدحسن (۱۳۸۸). *توضیح‌المسائل مراجع تقلید* (جلد اول؛ چاپ شانزدهم). ایران، قم: دفتر انتشارات اسلامی.
- ۲) تفرشی، محمد عیسی؛ و شعاریان ستاری، ابراهیم (۱۳۸۱). *سهم و حقوق ناشی از آن در شرکت‌های سهامی*. پژوهش حقوق عمومی، ۴(۷)، ۲۱-۴۹.
- ۳) حلی، جعفر بن حسن (۱۴۰۳ق). *شرایع الاسلام*. لبنان، بیروت. دارالاضواء.
- ۴) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۱). *مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار بورس.
- ۵) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۲). *مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان با موضوع انتشار رسیدبرگ قابل معامله (ETN)*. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار بورس.

- ۶) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۰). مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان با موضوع تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری با تضمین اصل مبلغ سرمایه‌گذاری. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار بورس.
- ۷) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۷). مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان با موضوع /اوراق وکالت. ایران، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار بورس.
- ۸) طباطبایی یزدی، سید محمدکاظم (بی‌تا). *العروه الوثقی*. ایران، قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- ۹) عمید، حسن (۱۳۷۶). *فرهنگ فارسی عمید*. ایران، تهران: امیرکبیر.
- ۱۰) قانون تجارت جمهوری اسلامی ایران (۱۳۱۱).
- ۱۱) قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۰۷).
- ۱۲) موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). *بازار سرمایه اسلامی*. ایران، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- ۱۳) موسویان، سیدعباس؛ و خوانساری، رسول (۱۳۹۵). *اجتهاد چندمرحله‌ای روش پژوهش استنباط مسائل فقه اقتصادی*. *اقتصاد اسلامی*، ۱۶ (۶۳)، ۵-۳۷.
- ۱۴) موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۳۷۵). *استفتائات جدید*. ایران، قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه.
- ۱۵) موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۳۶۳). *تحریر الوسیله*. ایران، قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- ۱۶) نجفی، محمدحسن (۱۳۶۷). *جواهر الکلام*. لبنان، بیروت: دارالکتب السلامیه.

Reference

- 1) Amīd, H., (1376 SH/1997). *Farhang-e Fārsī-ye Amīd* [Amid Persian Dictionary]. Iran, Tehran: Amīr Kabīr [in Persian].
- 2) Arfima. (2015). *Structured Products Report*. Retrieved From. <https://afs-services.com/wp-content/uploads/2015/12/Structured-Products-Methodology-Report.pdf>.
- 3) Bani-Hāshimī Komeinī, M., H., (1388 SH/2009). *Tozīh al-Masā'el-e Marāji' Taqālīd* (Vol. 1, 16th ed.) [Manual of Religious Practices of the Sources of Emulation]. Iran, Qom: Daftar-e Enteshārāt-e Eslāmī [in Persian].
- 4) Bing-gu, Z. (2014). Research on Distribution of Expected Return of a Class of Structured Financial Product with Capital Protection. *Journal of quantitative economics*. Retrived From: <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:156467757>

- 5) Blümke, A. (2009). *How to invest in structured products: a guide for investors and asset managers*. John Wiley & Sons.
- 6) Dichtl, H., & Drobetz, W. (2011). Portfolio insurance and prospect theory investors: Popularity and optimal design of capital protected financial products. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1683-1697.
- 7) Fiaschini, J. (2018). *Inside Investment Certificates: Structure and Application in the Developing Italian Market*. LUISS University.
- 8) Tafreshi, M., 'I., & Sha'aryān-Sattāri, E., (1381 SH/2002). Sahm va Hoqūq-e Nāshi az Ān dar Sherkat-hā-ye Sahāmī [Shares and Rights Arising from Them in Joint-Stock Companies]. *Pajooresh-e Hoqūq-e 'Omūmī [Public Law Research]*, 4(7), 21-49 [in Persian].
- 9) Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār (1401 SH/2022). *Mašūbāt-e Komīte-ye Takhašōšī-ye Feqhī-ye Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār [Resolutions of the Specialized Fiqh Committee of the Securities and Exchange Organization]*. Iran, Tehran: Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār [in Persian].
- 10) Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār (1402 SH/2023). *Mašūbeh-ye Komīte-ye Takhašōšī-ye Feqhī-ye Sāzmān bā Moẓū'-e Enteshār-e Rasīd-Barg-e Qābel-e Mo'āmelā (ETN) [Resolution on Issuance of Exchange-Traded Note (ETN)]*. Iran, Tehran: Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār [in Persian].
- 11) Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār (1400 SH/2021). *Mašūbeh-ye Komīte-ye Takhašōšī-ye Feqhī-ye Sāzmān bā Moẓū'-e Ta'sīs-e Šandūq-e Sarmāya-gozārī bā Zāmān-e Ašl-e Mablaq-e Sarmāya-gozārī [Resolution on Establishing Investment Fund with Guaranteed Capital]*. Iran, Tehran: Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār [in Persian].
- 12) Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār (1397 SH/2018). *Mašūbeh-ye Komīte-ye Takhašōšī-ye Feqhī-ye Sāzmān bā Moẓū'-e Orāq-e Vekālat [Resolution on Wakālah Securities]*. Iran, Tehran: Sāzmān-e Būrs va Orāq-e Bahādār [in Persian].
- 13) Mūsaviān, S., 'A., (1391 SH/2012). *Bāzār-e Sarmāya-ye Eslāmī [Islamic Capital Market]*. Iran, Tehran: Pajooreshgāh-e Farhang va Andīshe-ye Eslāmī [in Persian].
- 14) Mūsaviān, S., 'A., & Kṽānsārī, R., (1395 SH/2016). Ejteḥād-e Chand-Marḥale'ī Ravesh-e Pajooresh-e Estenbāt-e Masā'el-e Feqh-e Eqtesādī [Multi-Stage Ijtihād as a Methodology for Inferring Issues of Economic Jurisprudence]. *Eqtesād-e Eslāmī [Islamic Economics]*, 16(63), 5-37 [in Persian].

- 15) Mūsavi Komeinī, R., (1375 SH/1996). *Esteftā'āt-e Jadid [New Religious Rulings]*. Iran, Qom: Jāme'eh-ye Modarresin-e Howze-ye 'Elmiyeh [in Persian].
- 16) Mūsavi Komeinī, R., (1363 SH/1984). *Tahrīr al-Wasīla* [Clarification of the Means]. Iran, Qom: Mo'assese-ye Nashr-e Eslāmī [in Persian].
- 17) Hillī, Ja'far b. Ḥasan, (1403 AH/1983). *Sharāye' al-Islām*. Lebanon, Beirut: Dār al-Aḍwā' [in Arabic].
- 18) Qānūn-e Tejārat-e Jomhūrī-ye Eslāmī-ye Īrān [Commercial Code of the Islamic Republic of Iran], (1932 AD).
- 19) Qānūn-e Madanī-ye Jomhūrī-ye Eslāmī-ye Īrān [Civil Code of the Islamic Republic of Iran], (1928 AD).
- 20) Najafī, M., H., (1988 AD). *Jawāher al-Kalām*. Lebanon, Beirut: Dār al-Kutub al-Islāmiyya [in Arabic].
- 21) Ṭabāṭabā'ī Yazdī, S., M., (n.d.). *Al-'Urwa al-Wuthqā*. Iran, Qom: Mo'assasat Nashr-e Eslāmī [in Arabic].
- 22) Gui-pin, S. (2015). The Pricing and Risk Analysis of Structured Product: A Case Study of Stock Index-linked Capital Protected Product. *Technoeconomics & Management Research*, 10(20), 67-72.
- 23) Kotadia, C. (2021). Evaluation of Equity-linked structured products and pricing. *Innovation Education and Research*, 9(1), 314-335.
- 24) Malkavaara, T. (2020). The long-run returns of structured investment products: Finnish evidence.
- 25) Pohl, W., & Vanini, P. (2015). *Structured Products: Performance, Costs, and Investments*. Swiss Finance Institute Knowledge Center.
- 26) Rogozin, Stepan S. (2020). *Structural Products with Capital Protection as an Alternative to Investing in Classical Financial Instruments*. Ekonomika I Upravlenie: Problemy, Resheniya.
- 27) Sarasin, B. (2010). *Structured Products – An intelligent way to invest*. Bank Sarasin & Co. Ltd.
- 28) Schneider, R., & Giobanu, G. (2010). Capital-Protected Structured Bonds. *The Romanian Economic Journal*, 37, 69-93.
- 29) Simamora, S.C., & Ryando. & Heryana, T. (2023). Impact Of Derivatives and Structured Products on Risk and Profitability in Indonesia Banking Companies. *Economics, Business, Innovation and Creativity (EBIC)*. 1(1), 52-69.
- 30) SSPA. (2022). SSPA Swiss Derivative Map. Retrieved From. https://www.six-structured-products.com/arcmsdownload/e2abfb5a8f60f9446ed4e663d0c7062f/CONTENT.pdf/en_sspaswissmap_2022upd-1.pdf

- 31) SSPA. (2017). Discover the Potential: Structured Products. Retrieved From. https://sspa.ch/wp-content/uploads/2020/06/sspa_vademecum_en.pdf
- 32) Wealth Focus Pty Ltd. (2010). Guide to Capital Protected Products. Wealth Focus Pty Ltd.