

فصلنامه علمی «تحقیقات مالی اسلامی»

سال چهاردهم | شماره دوم | پیاپی ۳۲ | زمستان ۱۴۰۳

صاحب امتیاز: دانشگاه امام صادق علیه السلام

باهمکاری انجمن علمی مالی اسلامی ایران و حمایت سازمان بورس و اوراق بهادار

مدیرمسئول: حسین حسن زاده سروستانی (تخصص: مدیریت مالی) دانشگاه امام صادق علیه السلام

سر دبیر: غلامرضا مصباحی مقدم (تخصص: فقه اقتصادی) دانشگاه امام صادق علیه السلام

مدیر داخلی: عباس پورحسن یامی

اعضای هیأت تحریریه (به ترتیب رتبه و الفبا):

رضا تهرانی استاد (تخصص: تخصص: مالی و سرمایه گذاری) دانشگاه تهران
علی رضائیان استاد (تخصص: مدیریت رفتار سازمانی) دانشگاه شهید بهشتی
فریدون رهنمای رودپشتی استاد (تخصص: مالی و حسابداری) دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
غلامرضا مصباحی مقدم استاد (تخصص: فقه اقتصادی) دانشگاه امام صادق علیه السلام
حسن آقا نظری استاد (تخصص: اقتصاد اسلامی و حقوق اسلامی) پژوهشگاه حوزه و دانشگاه
غلامرضا گودرزی استاد (تخصص: مدیریت تحقیق در عملیات) دانشگاه امام صادق علیه السلام
محمد توحیدی دانشیار (تخصص: مدیریت مالی) دانشگاه امام صادق علیه السلام
علی سعیدی دانشیار (تخصص: مدیریت مالی و حسابداری) دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال
احمد شعبانی دانشیار (تخصص: اقتصاد اسلامی) دانشگاه امام صادق علیه السلام
سعید صحت دانشیار (تخصص: مدیریت ریسک و بیمه) دانشگاه علامه طباطبائی
محمد طالبی دانشیار (تخصص: مدیریت مالی) دانشگاه امام صادق علیه السلام
غلامعلی معصومی نیا دانشیار (تخصص: اقتصاد اسلامی و مالی اسلامی) دانشگاه خوارزمی

عضو مشورتی هیأت تحریریه:

محمدحسین قوام استادیار (تخصص: مدیریت بانکداری اسلامی) دانشگاه امام صادق علیه السلام

* براساس مجوز شماره ۳/۱۸/۵۸۹۷۸۶ مورخ ۱۳۹۲/۱۲/۲۵ وزارت علوم، تحقیقات و فناوری، فصلنامه علمی «تحقیقات مالی اسلامی» از شماره ۲ (بهار و تابستان ۱۳۹۱) دارای درجه علمی - پژوهشی است.

مقاله‌های نشریه در پایگاه‌های ذیل نمایه می‌شود:

پایگاه دواج: <https://www.doaj.org>
پایگاه گوگل اسکالر: <https://www.scholar.google.com>
پایگاه استادی علوم جهان اسلام: <https://www.isc.gov.ir>
پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی: <https://www.sid.ir>
پایگاه مجلات تخصصی نور: <https://www.noornags.com>
پایگاه اطلاعات نشریات کشور: <https://www.magiran.ir>
پایگاه مرجع دانش: <https://www.civilica.com>
پرتال جامع علوم انسانی: <https://www.ensani.ir>

ویراستار، صفحه‌آرا و تجدید طرح جلد: عباس پورحسن یامی

مقاله‌های نشریه لزوماً بیان‌کننده دیدگاه دانشگاه نیست. نقل مطالب تنها با ذکر کامل مأخذ رواست.

۲۷۸ صفحه | ۴۰۰۰۰۰۰ ریال | چاپخانه: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام

نشانی: ایران، تهران، بزرگراه شهید چمران، پل مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه السلام، صندوق پستی ۱۴۶۵۵-۱۵۹

مدیریت علمی، تحریریه و چاپ: دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، تلفکس: (۰۲۱)۸۸۰۹۴۹۱۵

مدیریت فنی و پشتیبانی: معاونت پژوهش و فناوری، تلفکس: (۰۲۱)۸۸۰۹۴۹۱۵

وبگاه: <https://ifr.isu.ac.ir> | پست الکترونیک اصلی: ifr@isu.ac.ir | پست الکترونیک پشتیبان: ifr.isujournals@gmail.com

اهداف و چشم‌انداز نشریه علمی «تحقیقات مالی اسلامی»

نشریه علمی «تحقیقات مالی اسلامی» اولین نشریه تخصصی مالی اسلامی در سطح ملی و بین‌المللی است که با همت گروه مالی اسلامی مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق علیه‌السلام راه‌اندازی گردید و در حال حاضر توسط گروه مالی اسلامی، دانشکده معارف اسلامی مدیریت دانشگاه امام صادق علیه‌السلام و با همکاری انجمن علمی مالی اسلامی ایران و حمایت سازمان بورس و اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مشغول به فعالیت است. نشریه علمی «تحقیقات مالی اسلامی» با هدف تولید ادبیات اسلامی در حوزه مالی به منظور ارتقاء و تحول دانش مالی با رویکرد اسلامی- ایرانی و پاسخ‌گویی به نیازهای کاربردی سازمان‌ها و نهادهای مالی در زمینه‌ها و محورهای تخصصی ذیل منتشر می‌شود:

۱. تئوری‌های مالی اسلامی؛
۲. قواعد فقه مالی اسلامی؛
۳. فقه مالی اسلامی؛
۴. حقوق مالی اسلامی؛
۵. ابزارهای تأمین مالی اسلامی؛
۶. ابزارهای مدیریت ریسک اسلامی؛
۷. تحلیل اقتصادی ابزارهای مالی اسلامی؛
۸. نهادهای مالی اسلامی؛
۹. بازار سرمایه اسلامی؛
۱۰. بانکداری اسلامی؛
۱۱. بیمه‌های اسلامی؛
۱۲. حسابداری مالی اسلامی؛
۱۳. قیمت‌گذاری اوراق مالی اسلامی؛
۱۴. صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری اسلامی؛
۱۵. نظام مالی اسلامی در اقتصاد مقاومتی؛
۱۶. مالی عمومی اسلامی؛
۱۷. سایر موضوعات مرتبط.

انواع مقاله‌هایی که در نشریه علمی «تحقیقات مالی اسلامی» منتشر خواهند شد:

۱. علمی - پژوهشی.
۲. علمی - مروری.
۳. علمی - ترویجی.
۴. یادداشت.

فهرست مقاله‌ها

- علمی - پژوهشی (بازار سرمایه اسلامی)
- برآورد میزان تمایل به وقف در بازار سرمایه با تأکید بر ساختار پیشنهادی صندوق وقفی و عوامل مؤثر بر آن ۲۳۵
سعید فراهانی فرد* / سید رضا حسینی / سنان رحیمی
- علمی - پژوهشی (بانکداری اسلامی)
- میزان بررسی نظریه مجهول المالک دانستن سپرده‌های بانک بر اساس بررسی خلق پول درون بانکی ۲۷۱
صادق الهام* / سید محمد مهدی تدین اسلامی
- علمی - پژوهشی (بازار سرمایه اسلامی)
- بررسی الگوی بهینه مواجهه تنظیم‌گر با معاملات تاریک در بازارهای سرمایه اسلامی ۳۰۳
محمد حسین شریعتی‌نیا* / حسین حسن‌زاده سروسناری / محمد علی رضائی هنجی / پویا احمدی / مهدی صادقی شاهدانی
- علمی - ترویجی (بانکداری اسلامی)
- تبیین چالش‌های فقهی و اجرایی قرارداد مشارکت در نظام بانکداری ایران و ارائه مبانی و ضوابط کلی بازطراحی آن ۳۵۹
محمد زارعی محمودآبادی / مهدی رعایایی*
- علمی - پژوهشی (بانکداری اسلامی)
- اوراق ودیعه در مرز قرض و اعتبار: «اعتباری نو در برابر زوال ارزش پول و شبهه ربا» ۴۰۳
علیرضا علی‌نجیمی / نصراله جعفری* / پگاه سرمدی
- علمی - پژوهشی (ابزارهای مدیریت ریسک اسلامی)
- تأثیر حجم معاملات اختیار سهام بر قیمت بازاری سهام در یک بازار سرمایه اسلامی: مطالعه موردی صنعت خودرو ۴۳۱
عبدالمحمد کاشیان* / سید کاظم ابراهیمی / نگین قاسمی / محمد ابراهیم طاهریان

Estimating the Willingness to Endow in the Capital Market with Emphasis on the Proposed Structure of the Waqf Investment Fund and Its Determinants

Author: | Saeed Farahanifard* | Seyyed Reza Hosseini | Sanaz Rahimi

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247313.1926>

برآورد میزان تمایل به وقف در بازار سرمایه با تأکید بر ساختار پیشنهادی صندوق وقفی و عوامل مؤثر بر آن

نویسندگان: سعید فراهانی فرد* | سید رضا حسینی | ساناز رحیمی

پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247313.1926>



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 uphold.



Estimating the Willingness to Endow in the Capital Market with Emphasis on the Proposed Structure of the Waqf Investment Fund and Its Determinants

Saeed Farahanifard: Professor, Department of Islamic Economics, Faculty of Economic and Administrative Sciences, University of Qom, Qom, Iran (Corresponding author).

saeed.farahanifard@gmail.com | 0000-0002-0316-863X

Seyyed Reza Hosseini: Associate Professor, Department of Economics, University and Seminary Research Institute, Qom, Iran.

srhoseini@rihu.ac.ir | 0000-0003-1562-2518

Sanaz Rahimi: PhD Student, Department of Islamic Economics, Faculty of Economic and Administrative Sciences, University of Qom, Qom, Iran.

s.rahimi@stu.qom.ac.ir | 0000-0003-3784-8091

Abstract

1. Introduction and Objective

The institution of waqf (endowment) is one of the oldest and most influential mechanisms within Islamic economic thought, historically employed to reduce poverty, promote social welfare, and support cultural and educational initiatives. Traditionally, waqf assets were tangible and static in nature—land, houses, gardens, or valuable movable assets such as books and tools—whose use was allocated to charitable or religious purposes. While these contributions made significant historical impacts, they often remained limited in scope due to restrictions in management, inflexibility of utilization, and the absence of financial mechanisms capable of unlocking their broader potential.

In the contemporary era, rapid changes in economic structures and the emergence of complex financial markets have created new opportunities for waqf. One such innovation is the waqf investment fund in capital markets. These funds offer the potential to mobilize endowed resources in productive economic cycles while maintaining strict adherence to Shariah principles and the intentions of donors. They aim to transform dormant or underutilized assets into active contributors to economic growth, social development, and poverty alleviation.

However, in Iran, despite the theoretical approval of such funds by the Shariah Committee of the Securities and Exchange Organization, no operational waqf investment fund has yet been launched. This absence highlights a crucial research gap: the lack of empirical

knowledge about public willingness to participate in such instruments. Understanding this willingness, alongside the determinants shaping it, is vital for designing effective policy, fostering innovation in Islamic finance, and expanding the scope of waqf within modern economic systems.

The present study was designed to fill this gap by estimating the willingness to endow in the capital market through a proposed structure of a mutual waqf investment fund. It specifically aims to:

- 1) Assess the extent of public willingness to contribute to such a fund.
- 2) Identify and quantify the socioeconomic, attitudinal, and informational determinants that influence willingness to endow.
- 3) Provide policy-oriented recommendations for enhancing participation and ensuring the long-term sustainability of waqf-based financial institutions.

Unlike previous studies that largely emphasized the jurisprudential aspects of waqf or provided macroeconomic discussions of its potential, this research adopts an econometric and field-data-driven approach. By doing so, it contributes empirical evidence to guide the operationalization of waqf investment funds in Iran's capital market.

2. Methods and Materials

This research is applied in nature and follows a descriptive-analytical design. The study period corresponds to the year 2024 (1403 in the Iranian calendar). The methodological approach integrates the Contingent Valuation Method (CVM) with econometric modeling, specifically employing the logit model under maximum likelihood estimation (MLE).

Data Collection

Given that waqf investment funds are not yet operational in Iran, real behavioral data were unavailable. As such, the waqf investment fund was conceptualized as a hypothetical market good—an approach consistent with CVM practices for non-market goods. A double-bounded dichotomous choice questionnaire was developed to elicit individuals' willingness to endow (WTE).

The questionnaire was structured in three major sections:

- 1) Socioeconomic information of respondents (income, age, marital status, education, employment).

- 2) Attitudes, awareness, and perceptions regarding waqf in the capital market, measured through a five-point Likert scale assessing values, perceived social and economic impacts, and trust.
- 3) Willingness to endow under a hypothetical market scenario. Respondents were presented with sequential bid amounts: an initial value based on pre-testing, followed by a higher bid if the first response was positive or a lower bid if the first response was negative.

Pre-testing with 30 respondents was conducted to identify an appropriate initial bid and refine the questionnaire design. Median WTE values from the pre-test were used as the starting bid levels. The final survey employed three bid amounts: 6,000,000 IRR, 12,000,000 IRR, and 24,000,000 IRR.

Sampling

The statistical population consisted of individuals with independent income in Iran. Using Cochran's formula, the required sample size was determined to be 384. After excluding incomplete responses, 361 valid questionnaires remained for analysis. The sampling approach was simple random sampling, ensuring representation of diverse socioeconomic groups.

Analytical Tools

- Excel 2013 and SPSS 22 were used for descriptive statistics.
- EViews 10 was used to estimate the logit model via maximum likelihood estimation.
- Indicators such as the McFadden R^2 and the likelihood ratio test were applied to assess the overall model fit.

The dependent variable was binary (acceptance or rejection of the proposed bid for waqf endowment). Independent variables included socioeconomic characteristics (income, age, marital status), attitudinal measures (awareness, perception, trust, and religious motivations), and the bid amount offered.

3. Research Findings

Descriptive Results

- Gender and marital status: 68.02% of respondents were male, and 67.77% were married.

- Employment: The majority were employed, with the highest proportions in self-employment and government jobs.
- General willingness: 38.78% of respondents expressed willingness to participate in the waqf investment fund.

Econometric Results

The logit regression analysis identified significant determinants of willingness to endow:

- 1) Income: Positive and highly significant at the 1% level. Higher income levels increased the likelihood of willingness to endow. The marginal effect indicated that a one-unit increase in household income raised the probability of willingness to endow by 8.2342%.
- 2) Age and marital status: Age had a positive and significant effect at the 1% level, while being married had a negative and significant effect at the 5% level. This implies that older single individuals were more likely to endow compared to their married counterparts. The marginal effects showed that each additional year of age increased willingness by 1.3841%, while being married decreased willingness by 9.149%.
- 3) Awareness of waqf funds: Positive and significant at the 5% level. A one-unit increase in awareness raised the probability of willingness to endow by 11.2385%.
- 4) Attitudes toward waqf: Positive and significant, confirming that stronger positive attitudes toward the social and spiritual values of waqf increased participation likelihood.
- 5) Proposed bid amount: Negative and significant at the 5% level. As the proposed endowment amount increased, willingness to endow decreased. The marginal effect indicated that a one-unit increase in the bid reduced the probability of willingness to endow by 0.00000569%.

Model Diagnostics

- The McFadden R^2 was 0.238, indicating an acceptable level of explanatory power for behavioral models of this type.
- The likelihood ratio test statistic was 192.0005, highly significant at the 0% level, confirming the overall model fit.
- Compared to a constant-only model, the final model achieved a 26.40% improvement in explanatory power.

Aggregate Economic Value

The mean individual willingness to endow was estimated at 1,728,381.59 IRR. Multiplying this by the national population of 85,961,000 (Statistical Center of Iran, 2024) yields a total economic value of approximately 148,573.41 trillion IRR for the waqf investment fund.

4. Discussion and Conclusion

The results underscore the viability of waqf investment funds as a modern Islamic financial instrument capable of mobilizing public resources for social and economic development. Several key implications arise:

- 1) **Income-driven participation:** As income was positively correlated with willingness to endow, targeted tax incentives, tiered endowment schemes, and recognition programs for high-income donors could increase participation among wealthier individuals.
- 2) **Demographic considerations:** The findings revealed that older single individuals were more inclined toward endowment. This suggests the potential for developing inheritance-oriented waqf schemes tailored to elderly individuals without direct heirs, positioning waqf as a meaningful legacy option.
- 3) **Awareness and education:** Familiarity with the waqf investment fund significantly boosted willingness to endow. This highlights the need for broad-based public campaigns, integration into educational curricula, and the use of digital media to raise awareness of the benefits and mechanisms of waqf funds.
- 4) **Attitudinal reinforcement:** Positive perceptions of waqf's social and spiritual impact were crucial drivers of participation. Policymakers and religious institutions should emphasize stories of successful waqf projects, promote the notion of "small endowments, big impacts," and foster trust in fund governance.
- 5) **Price sensitivity:** The negative association between bid amounts and willingness indicates that excessive required contributions deter participation. Designing flexible, scalable, and installment-based endowment models would mitigate this barrier and expand participation across income groups.
- 6) **Policy implications:**

- Legal and regulatory frameworks should ensure transparency, accountability, and strict adherence to Shariah compliance.
- Waqf investment funds should be incorporated into the broader agenda of resistance economy strategies in Iran, serving as tools for sustainable, non-inflationary financing.
- Collaborative initiatives between the Securities and Exchange Organization, Awqaf Organization, and religious institutions are essential for public trust-building.

Limitations and Future Research

This study was limited to a single proposed structure of a mutual waqf investment fund and did not compare across other models (e.g., stock-based or cash waqf funds). Furthermore, the sample was restricted to individuals with independent income. Future research should broaden the sample to diverse groups and examine alternative instruments such as waqf bonds, micro-waqf funds, and hybrid Islamic financial products. Employing mixed-method approaches (quantitative and qualitative) could also provide deeper insights into the psychological, cultural, and religious motivations behind endowment behavior.

Conclusion

Overall, this study provides robust empirical evidence that waqf investment funds hold significant promise for Iran's capital market. By identifying the determinants of public willingness to endow, it offers a roadmap for policymakers, regulators, and religious authorities to design inclusive, sustainable, and Shariah-compliant financial instruments that enhance social welfare, reduce poverty, and advance equitable economic growth.

5. Keywords

Cash Waqf Fund; Capital Market; Willingness to Pay; Contingent Valuation Method; Logit Model.

6. JEL Classification: Z12 .G23 .C25 .D64.

برآورد میزان تمایل به وقف در بازار سرمایه با تأکید بر ساختار پیشنهادی صندوق وقفی و عوامل مؤثر بر آن

سعید فراهانی فرد: استاد، گروه اقتصاد اسلامی، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران (نویسنده مسئول). saeed.farahanifard@gmail.com

سید رضا حسینی: دانشیار، گروه اقتصاد، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، قم، ایران. srhoseini@rihu.ac.ir
ساناز رحیمی: دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد اسلامی، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران. s.rahimi@stu.qom.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

وقف یکی از ابزارهای مهم اقتصاد اسلامی برای تحقق رشد عادلانه و کاهش فقر است. در سال‌های اخیر، ظرفیت‌های نوینی در حوزه وقف پدید آمده است که صندوق‌های وقفی در بازار سرمایه از مهم‌ترین آن‌ها به‌شمار می‌آیند. این صندوق‌ها می‌توانند سرمایه‌های وقفی را با رعایت موازین شرعی و در راستای اهداف واقفان، وارد جریان فعالیت‌های تولیدی و خدماتی کنند و از رکود خارج سازند. از آنجا که صندوق‌های وقفی تاکنون در بازار سرمایه ایران به‌صورت اجرایی راه‌اندازی نشده‌اند و ساختار آن‌ها تنها در سطح نظری توسط کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب شده است، سنجش میزان استقبال و تمایل افراد به مشارکت در این نوع صندوق‌ها، گامی مهم در مسیر توسعه آن‌ها محسوب می‌شود. هدف این پژوهش، امکان‌سنجی مشارکت عمومی در صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف و تحلیل عوامل مؤثر بر آن است.

۲. مواد و روش‌ها

پژوهش حاضر از نوع مطالعات کاربردی و با روش توصیفی - تحلیلی انجام شده است. برای برآورد میزان تمایل به وقف افراد در بازار سرمایه از طریق صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف، از روش ارزش‌گذاری مشروط (CVM) استفاده شد. داده‌های پژوهش با پرسش‌نامه دوگانه دوبعدی گردآوری شدند و تحلیل متغیرهای مؤثر با استفاده از مدل لجستیک و روش حداکثر درست‌نمایی (MLE) انجام گرفت.

۳. یافته‌های تحقیق

یافته‌ها نشان داد ۷۸/۳۸ درصد پاسخ‌گویان تمایل به مشارکت در صندوق وقف دارند. بر اساس نتایج مدل لجیت، متغیرهای «درآمد فرد»، «سن»، «آشنایی با صندوق» و «نگرش به وقف» اثر مثبت و معنادار بر تمایل به وقف داشتند، در حالی که متغیرهای «وضعیت تأهل» و «مبلغ پیشنهادی» اثر منفی و معنادار نشان دادند. میانگین تمایل به وقف هر فرد برابر با ۱.۷۲۸.۳۸۱/۵۹ ریال برآورد شد و ارزش اقتصادی کل صندوق حدود ۱۴۸.۵۷۳/۴۱ میلیارد ریال محاسبه گردید.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف می‌تواند ابزاری کارآمد برای توسعه فرهنگ وقف و تقویت مشارکت اجتماعی در بازار سرمایه باشد. توجه به نقش متغیرهایی چون درآمد، آشنایی با صندوق و نگرش مثبت نسبت به وقف در سیاست‌گذاری و طراحی ابزارهای حمایتی می‌تواند مشارکت عمومی در این صندوق‌ها را افزایش دهد. همچنین، کاهش موانع مرتبط با وضعیت تأهل و مدیریت صحیح مبالغ پیشنهادی می‌تواند به جذب افراد بیشتری کمک کند. بر این اساس، توسعه صندوق‌های وقفی در بازار سرمایه علاوه بر ارتقای عدالت اجتماعی، ظرفیت مناسبی برای تأمین مالی پایدار در اقتصاد اسلامی فراهم می‌سازد.

واژگان کلیدی: صندوق وقف؛ بازار سرمایه؛ تمایل به پرداخت؛ ارزش‌گذاری مشروط؛ مدل لجیت.

مقدمه

فلسفه تأسیس و گسترش نهاد وقف در اسلام، پر کردن خلأها و رفع نیازهای اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی در جامعه اسلامی است. از آنجا که در گذشته دارایی‌ها و اموال محدودتر از امروز بوده و بیشتر ارزش ذاتی داشتند، مواردی که وقف می‌شد شامل زمین، خانه، باغ و گاه اموال منقول با ارزش، مانند کتاب و ابزار کار بود (صدری و هندی‌زاده، ۱۳۹۳).

امروزه سنت پسندیده‌ای که می‌تواند ایجادکننده ثروت و برطرف‌کننده بسیاری از مشکلات باشد، خود درگیر نابسامانی‌های گوناگون شده است؛ از جمله: عدم تناسب میان حجم دارایی‌ها و منافع حاصل از آنها، ناهماهنگی در شیوه مدیریت و بهره‌وری از اموال موقوفه با اقتصاد توسعه‌یافته امروز، غلبه مدیریت سنتی و در نتیجه کاهش اثرگذاری و کارایی موقوفات (مصباحی‌مقدم، سیاح و نادری نورعینی، ۱۳۸۸).

تغییرات گسترده در روابط و مناسبات اقتصادی، روش‌های سنتی وقف را در جذب حداکثری مشارکت‌های مردمی ناکارآمد کرده است. به همین دلیل، نوآوری‌های متعددی در شیوه‌های وقف پدید آمده است (امیری، کیانی و صادق‌پور، ۱۳۹۴).

با توجه به شرایط اقتصادی کشور و وضعیت رکود تورمی، می‌توان از ظرفیت بازار سرمایه در قالب یک نهاد مالی که دارای قابلیت‌های فراوانی همچون کنترل حجم نقدینگی، شفافیت بالا، تعدیل اقتصادی و... است، در جهت ارتقای فرهنگ وقف و حل مسائل اقتصادی کشور بهره گرفت و از این طریق، به تحقق اقتصاد مقاومتی بر پایه ظرفیت‌های اقتصاد اسلامی کمک کرد. وقف به‌عنوان نهادی مالی - اسلامی و مردمی، توان تأمین مالی بلندمدت و غیرتورمی دارد و می‌تواند با جذب سرمایه‌های راکد و هدایت آن‌ها به‌سوی تولید، از وابستگی بودجه دولت به منابع ناپایدار بکاهد. در واقع، تقویت نهاد وقف در قالب ابزارهای نوین مالی مانند «صندوق سرمایه‌گذاری وقف» می‌تواند به توسعه عدالت اجتماعی، کاهش فقر، استقلال اقتصادی و مقاوم‌سازی ساختار اقتصادی کشور منجر شود؛ امری که از ارکان کلیدی اقتصاد مقاومتی به‌شمار می‌آید.

با توجه به اینکه تنوع بازار سرمایه و نهادهای مالی در غرب و شرق دور به ایجاد سازوکارهای نوین وقف، از جمله صندوقهای وقفی، صندوقهای نقدی وقف^۱ و صندوقهای خیریه با ساختارهایی مشابه صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک^۲ انجامیده است، توسعه این‌گونه نهادها و صندوقهای وقفی در ایران نیز می‌تواند به گسترش بازارهای مالی و رشد سرمایه‌گذاری در کشور بینجامد (محمدی ارمندی، ۱۴۰۱).

در راستای نوآوری در ابزارهای مالی اسلامی، کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار دو مدل از صندوق سرمایه‌گذاری وقفی، شامل «صندوق وقف پول» و «صندوق وقف سهام» را تصویب کرده است. صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف می‌تواند ظرفیت‌های مالی جدیدی را در حوزه وقف ارائه دهد و نقش مثبت و سازنده وقف را همچنان در جامعه حفظ کند. بدین صورت که سرمایه‌گذاران، به انگیزه خیرخواهی و کسب رضایت الهی، نسبت به خرید سهام این صندوق یا سپردن وجوه وقفی خود به آن اقدام می‌کنند و عوائد حاصل از عملکرد صندوق به اهداف اسلامی وقف اختصاص می‌یابد.

بنابراین، چنین صندوقی با سازوکار مناسب و در قالب یکی از دو مدل مصوب کمیته فقهی، به گونه‌ای که قابلیت اجرا در بازار سرمایه را داشته باشد، می‌تواند موجب گسترش و تعمیق فرهنگ وقف در جامعه گردد (عیسوی، طالبلو و کاظمی، ۱۳۹۳). با استفاده از این نهاد، هم اصل مال حفظ می‌شود، هم منافع حاصله صرف نیت واقفان می‌گردد، هم چرخه اقتصاد کشور به حرکت درمی‌آید، هم اشتغال ایجاد می‌شود و هم منابع مالی لازم برای بنگاه‌ها تأمین خواهد شد. افزون بر این، افراد مایل به وقف با منابعی اندک نیز سرمایه‌ای ماندگار از خود به جا می‌گذارند و نهاد وقف - که در حال حاضر بیشتر به صدقه جامده شباهت دارد - با این راهکار به صدقه جاریه تبدیل می‌شود.

صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف، با هماهنگی با شرع، امکان‌سنجی‌های انجام‌شده، مدیریت صحیح و کارآمدسازی منابع وقفی، جمع‌آوری و بهره‌برداری بهینه از منابع خرد، مشارکت گسترده‌تر مردم در سنت حسنه وقف، برطرف کردن مشکل تأمین

۱. Cash Wagf

۲. Mutual Fund

مالی، ایجاد پایگاهی برای وقف در بازار سرمایه و افزایش اشتغال، تأثیری چشمگیر در توسعه اقتصادی کشور دارد. همچنین، با پر کردن خلأها و پاسخ‌گویی به نیازهای فرهنگی، اجتماعی و اقتصادی مردم، پشتیبانی ارزشمندی برای دولت به‌شمار می‌آید (ناظمی اردکانی، امامی میبدی و نجفی، ۱۳۹۳).

با توجه به اینکه صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف، به‌عنوان نهادی نوظهور و در حال توسعه، هنوز در بازار سرمایه به‌صورت فعال و عمومی عرضه نشده و معامله نمی‌شود، رفتار قابل مشاهده‌ای از افراد درباره آن وجود ندارد. به عبارت دیگر، به دلیل نبود داده‌های واقعی در خصوص خرید و فروش واحدهای این صندوق و فقدان تعاملات بازارمحور، نمی‌توان از روش‌های مرسوم تحلیل رفتار مصرف‌کننده یا سرمایه‌گذار استفاده کرد.

بنابراین، پژوهش حاضر برای برآورد تمایل به مشارکت در ساختار پیشنهادی صندوق وقف، از روش ارزش‌گذاری مشروط - که برای تحلیل کالاهای غیربازاری کاربرد دارد - بهره گرفته است (امیری، کیانی و صادق‌پور، ۱۳۹۴). هدف این مطالعه، با فرض صحت شرعی وقف پول و سهام در فقه شیعه، برآورد میزان تمایل به پرداخت افراد برای توسعه سنت حسنه وقف در بازار سرمایه با تأکید بر ساختار پیشنهادی صندوق وقف و نیز شناسایی عوامل مؤثر بر آن با استفاده از روش ارزش‌گذاری مشروط است تا با از میان برداشتن خلأ پژوهشی، مسیری روشن برای برنامه‌ریزان، سیاست‌گذاران و پژوهشگران در جهت حل مشکلات این بخش در کشور ترسیم گردد.

در راستای واکاوی ابعاد مختلف موضوع، مقاله حاضر در پنج بخش سازماندهی شده است. در بخش دوم، مبانی نظری و پیشینه مطالعات تجربی مرتبط با موضوع بررسی شده است. در بخش سوم، روش تحقیق و مدل برآوردی تجزیه و تحلیل شده است. در بخش چهارم، یافته‌های حاصل از برآورد مدل ارائه می‌شود و در نهایت، بحث و جمع‌بندی مطرح خواهد شد.

۱. مبانی نظری

در اصطلاح، تحبیس مال را «وقف» می‌نامند. بنابراین، عقد وقف قراردادی است که بر اساس آن، فرد عین مال خود را حبس می‌کند و منافع آن را در راه‌هایی که تعیین کرده، آزاد می‌گذارد (موسویان و عبادی، ۱۳۸۶).

با وجود ظرفیت‌ها و پیشینه تاریخی ارزشمند، نهاد وقف در شرایط کنونی نتوانسته است به شکلی نظام‌مند و مؤثر در فرایند تولید ثروت و گردش اقتصادی کشور نقش‌آفرینی کند. هرچند برخی موقوفات در حوزه‌هایی مانند سلامت، آموزش و خدمات اجتماعی همچنان فعال هستند، اما بخش زیادی از ظرفیت‌های بالقوه وقف به دلیل موانع ساختاری، مدیریتی و محدود بودن ابزارهای مالی مرتبط، بلااستفاده یا کم‌اثر باقی مانده‌اند. از سوی دیگر، در بیشتر موارد تنها افرادی قادر به وقف هستند که از نظر مالی در سطح قابل قبولی قرار دارند. بنابراین، با توجه به مقتضیات زمان و نیازهای جامعه، باید ابزارها و نهادهای مالی مناسب و کارآمد وقفی طراحی شوند تا گامی هرچند کوچک در راستای تعالیم اسلامی و برطرف‌سازی نیازهای جامعه برداشته شود و امکان مشارکت در این امر برای همه افراد در سطوح مختلف درآمدی فراهم آید.

یکی از بهترین روش‌های دستیابی به این هدف، بهره‌گیری از ظرفیت بازار سرمایه در قالب «صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف» است (سروش، ۱۳۹۰). در این صندوق، برخلاف وقف سنتی، می‌توان حتی با کمترین میزان دارایی، مانند هزار تومان، عمل وقف را انجام داد و دارایی را وارد چرخه اقتصادی کرد.

ساختار نهادهای مالی به سه دسته تقسیم می‌شود: نهادهای مالی پایه بانکی و غیربانکی، نهادهای مالی قراردادی و نهادهای مالی پایه اوراق بهادار. صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف در این تقسیم‌بندی در شمار نهادهای مالی پایه اوراق بهادار قرار می‌گیرد. این صندوق‌ها یکی از انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری‌اند که به وقف و امور خیریه به‌عنوان نوعی سرمایه‌گذاری می‌نگرند و در پی بهره‌برداری از عواید سرمایه‌های وقفی هستند (عیسوی، طالب‌لو و کاظمی، ۱۳۹۳؛ مجتهد و حسن‌زاده، ۱۳۸۴).

مطابق با مصوبات اخیر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف به‌عنوان نهادی مالی با ساختاری شرعی، با هدف توسعه فرهنگ

وقف و بهره‌گیری کارآمد از وجوه وقفی طراحی شده است. با توجه به اینکه نوع و مدل صندوق وقفی یکی از عوامل مهم در جلب اعتماد و مشارکت واقفان است - به‌ویژه با در نظر گرفتن لزوم انطباق هر مدل با موازین شرعی و ساختار قانونی بازار سرمایه - این موضوع می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در استقبال عمومی از این ابزار مالی داشته باشد. بنابراین، در طراحی صندوق‌های وقفی ضروری است به تنوع مدل‌ها و سازوکارهای اجرایی آن‌ها توجه کافی شود.

این صندوق امکان وقف منابع مالی در قالب خرید واحدهای سرمایه‌گذاری را برای عموم مردم فراهم می‌کند. علاقه‌مندان می‌توانند از طریق شعب معرفی شده توسط سازمان اوقاف و امور خیریه یا سامانه‌های معاملاتی مجاز اقدام کنند. پس از تکمیل فرایند، گواهی وقف به نام ایشان صادر و تحویل می‌شود. این گواهی‌ها غیرقابل انتقال، فروش یا ابطال هستند و صرفاً کارکرد معنوی دارند و بر نیت واقف متمرکزند. مالکان این گواهی‌ها به نسبت تعداد واحدهای وقفی خود از کل واحدهای صندوق، واقف شناخته می‌شوند و عواید حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها نیز بر همین اساس، سالانه به نیت‌های تعیین‌شده از سوی هر واقف اختصاص می‌یابد (عیسی‌پور، طالبلو و کاظمی، ۱۳۹۳؛ خدارحمی، احمدی-نیا داغانی، ۱۳۹۰).

سرمایه‌گذاری وجوه وقفی صندوق در چارچوب مصوبات کمیته فقهی و تحت نظارت سازمان بورس انجام می‌شود. این سرمایه‌گذاری می‌تواند شامل خرید سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، اوراق بهادار اسلامی (مانند صکوک) و در موارد خاص خرید اموال منقول یا غیرمنقول قابل وقف باشد. تمامی این اقدامات با رعایت اصول شریعت و ضوابط قانونی صورت می‌گیرد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱). محاسبه خالص ارزش دارایی‌های صندوق (NAV) طبق دستورالعمل‌های سازمان بورس در پایان هر روز کاری انجام می‌شود و در تارنمای رسمی صندوق منتشر می‌گردد. خرید واحدهای جدید بر اساس NAV روزانه صورت می‌گیرد. همچنین سود و عایدی سالانه صندوق توسط مدیر صندوق محاسبه و پس از تأیید، برای اجرای نیت‌های وقفی توزیع می‌شود. نتایج این فرایند نیز در قالب گزارشی عمومی منتشر خواهد شد (کردبچه و مالمیر، ۱۳۹۱).

اهداف اصلی این صندوق شامل تجهیز منابع خرد در راستای وقف، گسترش مشارکت عمومی در امور خیریه، استفاده کارآمد از منابع وقفی، به کارگیری ابزارهای نوین مالی اسلامی، تأمین مالی پایدار برای فعالیت‌های عام‌المنفعه و ارتقای سطح رفاه اقشار محروم جامعه است. این صندوق با ایجاد بستری شرعی، قانونی و مالی مناسب، گامی مؤثر در نهادینه‌سازی وقف در بازار سرمایه و تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی بر پایه اقتصاد اسلامی به شمار می‌آید (عیسی‌پور، طالبلو و کاظمی، ۱۳۹۳).

در سطح بین‌المللی، تجربه موفق برخی کشورها در بهره‌برداری از نهادهای مالی وقفی قابل توجه است. برای نمونه، در مالزی صندوق‌های وقف دانشگاهی با همکاری دولت و دانشگاه‌ها تشکیل شده‌اند و منابع مالی پایداری را برای آموزش عالی فراهم می‌کنند. همچنین در ترکیه و اندونزی، نهادهایی مانند «وقف بانک» و صندوق‌های اسلامی، منابع مالی خرد مردم را در طرح‌های زیرساختی و اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌کنند. این تجربیات نشان می‌دهد که صندوق‌های وقفی در قالب‌های گوناگون، ظرفیت بالایی برای رفع نیازهای توسعه‌ای دارند.

در ایران، هرچند تجربه عملیاتی رسمی هنوز شکل نگرفته است، اما مدل‌های اجرایی متعددی در قالب مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان اوقاف و آستان قدس رضوی طراحی شده‌اند که امکان‌سنجی، سازوکار و ارکان شرعی - مالی این صندوق‌ها را تبیین کرده‌اند.

اساساً صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف می‌تواند از سه منبع اصلی برای تأمین مالی بهره‌مند شود: مازاد درآمد سازمان اوقاف، وقف سهام و وقف پول نقد؛ مشروط بر آن‌که این منابع در قالب شرعی و از طریق نهادی مالی با ساختار قانونی در بازار سرمایه ساماندهی شوند (ناظمی اردکانی، امامی میبیدی و نجفی، ۱۳۹۳).

در ادامه، بر اساس آخرین مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار - به‌ویژه مصوبات سال ۱۴۰۱ - و مدل‌های اجرایی ارائه‌شده از سوی سازمان اوقاف و امور خیریه و آستان قدس رضوی، به‌صورت خلاصه به هر یک از منابع تأمین مالی صندوق پرداخته می‌شود.

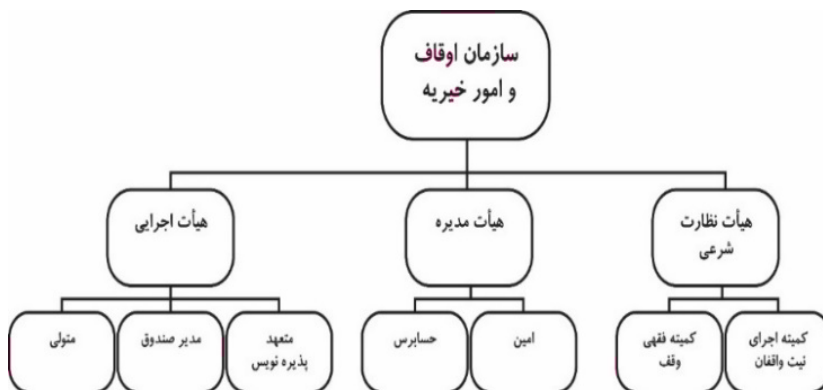
(۱) **مازاد درآمد سازمان اوقاف:** هر ساله سازمان اوقاف و امور خیریه از محل دارایی‌های وقفی درآمدهایی کسب می‌کند. بخشی از این درآمدها صرف هزینه‌های جاری و نگهداری موقوفات می‌شود و بخشی دیگر نیز در طرح‌هایی متناسب با اهداف سازمان سرمایه‌گذاری می‌شود. مبلغ باقی‌مانده در نهایت برای اجرای نیت واقفان هزینه می‌گردد.

نکته مهم آن است که بین زمان کسب درآمد و زمان مصرف آن برای نیت واقفان (مانند مناسبت‌های مذهبی خاص نظیر ماه محرم)، فاصله‌ای زمانی وجود دارد. در این بازه می‌توان وجوه یادشده را در صندوق سرمایه‌گذاری وقف - مطابق موازین شرعی - سرمایه‌گذاری کرد و بازده حاصل را نیز در مسیر اجرای نیت واقف صرف نمود. این راهکار نه تنها از منظر شرعی پذیرفته شده، بلکه در مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس نیز تأیید شده است.

(۲) **وقف سهام:** وقف سهام یکی از منابع مهم تأمین مالی برای صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف به‌شمار می‌آید. بر اساس مدل‌های اجرایی ارائه‌شده از سوی سازمان اوقاف و آستان قدس رضوی و مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، وقف سهام در قالب یک نهاد مالی مجاز و دارای شخصیت حقوقی مستقل امکان‌پذیر است. بدین ترتیب، افراد می‌توانند بخشی از سهام خود را به‌صورت شرعی به صندوق وقف کنند. در این الگو، ابتدا صندوق سرمایه‌گذاری وقفی با ساختار حقوقی مشخص، تحت نظارت سازمان بورس و با تأیید سازمان اوقاف تشکیل می‌شود. سپس سهام‌داران (واقفان) با انتقال مالکیت بخشی از سهام خود به صندوق و پذیرش عدم حق فسخ، فروش یا واگذاری مجدد آن، عمل وقف را طبق ضوابط شرعی انجام می‌دهند. از آنجا که سهام موقوفه عینی دارای ارزش مالی و قابلیت استمرار است، این نوع وقف از منظر فقهی پذیرفته شده است. عواید ناشی از این سهام (از جمله سود تقسیمی و افزایش ارزش سرمایه‌گذاری) پس از کسر هزینه‌های صندوق، به‌صورت سالانه یا دوره‌ای و بر اساس نیت واقفان و مطابق اساسنامه صندوق، صرف امور خیریه می‌شود. به این ترتیب، هم مالکیت وقف‌شده حفظ می‌شود و هم منافع آن به نیت واقف تخصیص می‌یابد.

(۳) **وقف پول نقد:** در مدل پیشنهادی سازمان اوقاف و مورد تأیید کمیته فقهی، وقف پول از طریق خرید واحدهای صندوق تحقق می‌یابد. افراد با انگیزه وقف، اقدام به خرید واحدهای صندوق وقف می‌کنند و وجوه دریافتی در قالب ابزارهای مالی اسلامی و مطابق دستورالعمل‌های سازمان بورس سرمایه‌گذاری می‌شود. این واحدهای وقفی غیرقابل انتقال، غیرقابل ابطال و غیرقابل فروش‌اند و به‌عنوان سرمایه‌گذاری دائمی واقف نزد صندوق باقی می‌مانند. عواید حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها به‌طور شفاف و سالانه در سامانه صندوق اعلام و طبق نیت واقف مصرف می‌شود.

ارکان صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف در شکل (۱) نشان داده شده است.



شکل (۱): ارکان صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف

منبع: (راسخون، ۱۳۹۹)

هیأت نظارت شرعی در ساختار صندوق سرمایه‌گذاری وقفی از دو رکن اصلی تشکیل می‌شود: کمیته فقهی وقف و کمیته اجرای نیت واقفان. این ساختار مبتنی بر مدل‌های اجرایی مورد تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار است.

کمیته فقهی وقف متشکل از فقهای است که علاوه بر تسلط بر مباحث فقه اسلامی، در حوزه مالی، سرمایه‌گذاری و ابزارهای نوین بازار سرمایه نیز دارای دانش تخصصی‌اند. وظیفه اصلی این کمیته، نظارت بر تطابق کلیه عملیات صندوق با موازین شرعی و اعلام

نظر درباره صحت شرعی ابزارهای مورد استفاده در سرمایه‌گذاری‌ها و شیوه تخصیص سودها به نیت واقفان است.

کمیته اجرای نیت واقفان نیز بر اساس دستورالعمل مصوب، موظف است در پایان هر سال مالی، سود و منافع حاصل از سرمایه‌گذاری‌های صندوق را محاسبه کرده و بر مبنای تعداد واحدهای وقفی واقفان، نسبت به اجرای نیت آنان اقدام نماید. تمام این فرایندها زیر نظر هیأت نظارت شرعی انجام می‌گیرد تا انطباق کامل با نیت واقفان و اصول وقف حفظ شود.

در بخش اجرایی، هیأت اجرایی از مدیر صندوق، متعهد پذیره‌نویسی و متولی تشکیل می‌شود. این هیأت، بر اساس ضوابط سازمان بورس و با رعایت دستورالعمل‌های کمیته فقهی، مسئولیت‌هایی چون تأیید صلاحیت مدیر، تصویب افزایش سرمایه، تصویب اسناد مزایده و تصمیم‌گیری درباره هزینه‌ها و تحولات ساختاری صندوق را بر عهده دارد.

همچنین حسابرس صندوق، که از میان مؤسسات معتمد سازمان بورس انتخاب می‌شود، برای مدت یک تا سه سال مأمور نظارت بر صحت عملیات مالی صندوق است. وی اطمینان حاصل می‌کند که تمام رویدادهای مالی صندوق به‌درستی در حساب‌ها ثبت شده و کلیه اسناد و مدارک نیز به‌درستی نگهداری می‌شوند.

تمایل به وقف، به‌عنوان یک رفتار اقتصادی و معنوی، تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد که در این پژوهش در سه دسته کلی طبقه‌بندی شده‌اند: عوامل اجتماعی - اقتصادی، نگرشی و آگاهی. این تقسیم‌بندی بر پایه مطالعات پیشین و مبانی نظری مرتبط با حوزه‌های اقتصاد رفتاری، جامعه‌شناسی دین و امور مالی اسلامی انجام گرفته است.

در چارچوب مالی رفتاری، تصمیم افراد درباره سرمایه‌گذاری و مشارکت در ابزارهای مالی وقفی صرفاً بر مبنای محاسبات عقلانی کلاسیک نیست؛ بلکه عوامل روان‌شناختی، ادراک فرد از ریسک، احساس تعلق اجتماعی و باورهای دینی و اخلاقی نیز نقش تعیین‌کننده دارند. مفاهیمی مانند سوگیری‌های شناختی، نوع دوستی، گرایش به نفع جمعی و اعتماد نهادی از جمله مؤلفه‌هایی هستند که می‌توانند بر تمایل به وقف تأثیرگذار باشند. به‌طور خاص، عوامل اجتماعی - اقتصادی مانند درآمد، سن، وضعیت تأهل و ... شرایط کلی فرد برای مشارکت در فرایند وقف را شکل می‌دهند. در مقابل، نگرش‌های

فردی شامل باورهای دینی، تمایلات معنوی، حس مسئولیت اجتماعی و تلقی فرد از آثار اجتماعی وقف، تعیین‌کننده میزان انگیزه درونی او هستند. همچنین، سطح آگاهی و شناخت افراد از سازوکار صندوق سرمایه‌گذاری وقف و اطمینان از عملکرد شفاف و مطمئن آن، نقش مهمی در کاهش تردیدها و افزایش مشارکت دارد. مطالعات مختلف نیز نشان داده‌اند که افزایش آگاهی از ابزارهای مالی اسلامی، تجربه یا مشاهده عملکرد موفق موقوفات و آموزش عمومی درباره وقف مدرن می‌تواند به‌طور مستقیم گرایش افراد به وقف در بازار سرمایه را تقویت کند.

۲. پیشینه پژوهش

بختیاریان و سجادی (۱۴۰۲) به برآورد ظرفیت تأمین مالی شهرداری قم از طریق انتشار اوراق وقف و با استفاده از تکنیک ارزش‌گذاری مشروط پرداختند. در این پژوهش، نظر ۳۸۴ نفر از سرپرستان خانوار ساکن قم پرسیده شد. نتایج نشان داد میزان تمایل به پرداخت هر فرد به‌طور متوسط ۲,۵۱۰,۰۰۰ ریال است که در مجموع، ارزش تأمین مالی وقفی ماهانه حدود ۹۶۱ میلیارد ریال برآورد شد.

باستانی‌فر، حیدری و روشندل (۱۳۹۸) تمایل افراد به خرید اوراق بهادار اسلامی برای تأمین مالی زندان‌های اصفهان را با تکنیک ارزش‌گذاری مشروط بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد متوسط تمایل به پرداخت خانوارهای اصفهانی برای اوراق انتفاعی ۱۷,۰۰۰,۰۰۰ ریال در سال و برای اوراق غیرانتفاعی ۲,۶۰۰,۰۰۰ ریال در سال است. بر اساس الگوی پرویت، متغیرهای درآمد، نوع کمک، میزان اعتماد به نهادهای دولتی و نیت کمک با سطح اطمینان ۹۵ درصد بر تمایل به خرید اوراق انتفاعی اثرگذار بودند. همچنین متغیرهای سن، درآمد، نوع کمک، میزان اعتماد به نهادهای دولتی و نیت کمک با سطح اطمینان ۹۵ درصد و متغیر سابقه زندان با سطح اطمینان ۹۰ درصد بر احتمال خرید اوراق غیرانتفاعی مؤثر بودند.

شهنازی، رستم‌زاده، پورمولا و بالایی (۱۳۹۸) ابتدا با روش اسنادی و کتابخانه‌ای، صندوق وقفی در قالب تعاونی طراحی کردند و سپس با روش میدانی، میزان استقبال از آن را از طریق پرسش‌نامه سنجیدند. نتایج نشان داد بیشتر افراد تمایل دارند مبالغی بیش

از مالیات خود را برای ساخت مسکن افراد کم درآمد پرداخت کنند. همچنین متغیرهای میزان مالیات، اعتماد به سازمان اوقاف و افزایش کارایی ساخت مسکن توسط خیران تأثیر مثبتی بر تمایل به کمک مالی برای تأمین مسکن اقشار کم درآمد داشتند.

جعفرزاده نجار، هوشمند، لطفعلی پور و بهنام (۱۳۹۷) تمایل به مشارکت در بهسازی بافت فرسوده اطراف حرم امام رضا(ع) را از طریق خرید اوراق وقف و قرض الحسنه و با روش ارزش گذاری مشروط بررسی کردند. این پژوهش با مصاحبه از ۲۴۰ نفر انجام شد. نتایج نشان داد متغیرهای اعتماد به نهادهای محلی و آگاهی اجتماعی بر تصمیم پاسخ گویان برای خرید اوراق اثر معناداری داشت. احساس تعلق به شهر و محله نیز بر میزان تمایل به مشارکت مؤثر بود. در قرض الحسنه، متغیر آگاهی اجتماعی بر تصمیم به مشارکت اثرگذار بود. همچنین اعتقاد به قرض الحسنه و اعتماد به نهادهای محلی، هم بر تصمیم به پرداخت و هم بر میزان پرداخت اثر معناداری داشتند. میانگین تمایل به مشارکت در قرض الحسنه ۷,۴۵۰,۰۰۰ ریال و در اوراق وقف ۱,۶۶۰,۰۰۰ ریال برآورد شد.

امیری، روشندل و صادق پور (۱۳۹۵) عوامل مؤثر بر تمایل به پرداخت افراد جامعه برای تأسیس مؤسسه وقفی در حوزه آموزش و پرورش را با الگوی دومرحله ای هکمن بررسی کردند. در مرحله نخست، عوامل مؤثر بر تمایل و عدم تمایل به خرید اوراق وقفی و در مرحله دوم، عوامل مؤثر بر میزان پرداخت در میان افراد متمایل تحلیل شد. نتایج نشان داد متغیرهای درآمد ماهانه سرپرست خانوار، پرداخت شهریه مدرسه، جنسیت، تحصیلات و سن بر تمایل به خرید اوراق وقفی مؤثر بودند. همچنین شغل و نوع مدرسه (دولتی، نمونه دولتی یا غیردولتی) با سطح اطمینان ۹۵ درصد بر میزان پرداخت تأثیر داشتند.

امیری، کیانی و صادق پور (۱۳۹۴) نیز با روش ارزش گذاری مشروط، تمایل به پرداخت خانوارها برای تأسیس مؤسسات وقفی در آموزش و پرورش را بررسی کردند. اطلاعات با پرسش نامه دوگانه یک بعدی جمع آوری و پارامترهای مدل لجیت با روش حداکثر درست نمایی برآورد شد. یافته ها نشان داد میانگین تمایل به پرداخت ماهانه هر

خانواده ۶۲۲,۵۷۰ ریال است. بر اساس مدل رگرسیونی، مبلغ پیشنهادی، درآمد خانوار، تحصیلات، شغل و سن مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر میزان پرداخت بودند.

مجاهده و روسیدیاناً^۳ (۲۰۲۳م) قصد اهدای وقف نقدی در میان جوانان مسلمان اندونزی را بررسی کردند. در این مطالعه ۱۰۴ پرسش‌نامه برخط^۴ جمع‌آوری شد. نتایج نشان داد متغیرهای نگرش و تمایل بر قصد اهدای وقف نقدی اثرگذار بودند، اما هنجارهای ذهنی، کنترل رفتاری ادراک‌شده و دینداری اسلامی اثر معناداری نداشتند. این یافته‌ها می‌تواند به‌عنوان راهنمای سیاست‌گذاران و مؤسسات وقفی برای نوآوری در ابزار وقف نقدی، به‌ویژه در میان جوانان مسلمان، استفاده شود.

آلیفیاندی و سوکامانا^۵ (۲۰۲۰م) تأثیر آگاهی، نگرش و هنجارهای ذهنی بر تمایل به وقف در صندوق‌های وقفی را بررسی کردند. داده‌ها از ۹۸ پاسخ‌گو گردآوری شد. نتایج رگرسیون چندگانه نشان داد نگرش و آگاهی بر تمایل به وقف اثر معنادار دارند.

احمد^۶ (۲۰۱۹م) عوامل مؤثر بر تمایل به وقف نقدی در اندونزی را بررسی کرد. داده‌ها از طریق نظرسنجی جمع‌آوری و تحلیل شدند. یافته‌ها نشان داد تمایل فرد به‌شکل معناداری تحت تأثیر دانش، درآمد، فرهنگ اجتماعی و ارتقا قرار دارد. همچنین، هرچند سطح تمایل به وقف نقدی بالاست، اما ابزارهای آن بهینه نیست و هنوز از ظرفیت بالقوه وقف نقدی در اندونزی بهره‌برداری کامل نشده است.

مطالعات انجام‌شده درباره وقف را به‌طور کلی می‌توان در دو گروه دسته‌بندی کرد:

- الف) پژوهش‌هایی درباره وقف و مسائل فقهی آن.
- ب) پژوهش‌هایی با استفاده از تکنیک‌های اقتصادی در بررسی مسائل مربوط به وقف.

تفاوت اصلی پژوهش حاضر با مطالعات پیشین در این است که برخلاف اغلب پژوهش‌های گذشته که عمدتاً بر جنبه‌های فقهی وقف یا تحلیل‌های کلی اقتصادی آن

۳. Mujahidah & Rusydiana

۴. Online

۵. Alifiandy & Sukamana

۶. Ahmad

تمرکز داشته‌اند، این مطالعه با رویکردی اقتصادسنجی و مبتنی بر داده‌های میدانی، به‌طور مشخص میزان استقبال و تمایل افراد به وقف در قالب صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف را ارزیابی می‌کند.

در ادامه، عوامل مؤثر بر تمایل به وقف بر اساس پیشینه پژوهش‌های مورد مطالعه در قالب جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): عوامل مؤثر بر تمایل به وقف براساس پیشینه پژوهش

منبع	نوع تأثیر	عامل مؤثر	دسته عوامل
امیری، کیانی و صادق‌پور، (۱۳۹۴)؛ امیری، روشندل و صادق‌پور، (۱۳۹۵)؛ جعفرزاده نجار، هوشمند، لطفعلی‌پور و بهنام، (۱۳۹۷)؛ بختیاریان و سجادی، (۱۴۰۲)؛ Ahmad, (2019)	مثبت	درآمد و وضعیت اقتصادی	عوامل اجتماعی - اقتصادی
امیری، کیانی و صادق‌پور، (۱۳۹۴)؛ امیری، روشندل و صادق‌پور، (۱۳۹۵)	متفاوت	سن، جنسیت، شغل، تحصیلات	
جعفرزاده نجار، هوشمند، لطفعلی‌پور و بهنام، (۱۳۹۷)؛ باستانی‌فر، حیدری و روشندل، (۱۳۹۸)؛ شهنازی، رستم‌زاده، پورمولا و بالایی، (۱۳۹۸)	مثبت	اعتماد به نهادهای متولی	
باستانی‌فر، حیدری و روشندل، (۱۳۹۸)؛ Ahmad (2019)	مثبت	فرهنگ اجتماعی / سابقه کمک و نیت خیرخواهانه	
امیری، روشندل و صادق‌پور، (۱۳۹۵)؛ شهنازی، رستم‌زاده، پورمولا و بالایی (۱۳۹۸)	مثبت	میزان مالیات پرداختی	
Alifiandy & Sukamana, (2020); Mughaidah & Rusyidiana, (2023)	مثبت	دیدگاه فرد نسبت به وقف	نگرش
Ahmad, (2019)	مثبت	دیدگاه فرد نسبت به سودمندی ابزار وقفی	

منبع	نوع تأثیر	عامل مؤثر	دسته عوامل
شهنازی، رستمزاده، پورمولا و بالایی، (۱۳۹۸)	مثبت	اعتماد به بازدهی یا کارایی نهادهای وقفی	
جعفرزاده نجار، هوشمند، لطفعلی پور و بهنام، (۱۳۹۷)؛ Alifiandy & Sukamana, (2020)	مثبت	آگاهی از وقف و ابزارهای آن	آگاهی
Ahmad (2019)	مثبت	دانش و اطلاعات در مورد وقف نقدی	

۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع مطالعات کاربردی و روش تحقیق آن، توصیفی - تحلیلی است. بازه زمانی پژوهش سال ۱۴۰۳ است. برای برآورد میزان استقبال و تمایل افراد به وقف در بازار سرمایه از طریق صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف و عوامل مؤثر بر آن، از روش ارزش‌گذاری مشروط^۷ استفاده شده است.

با توجه به اینکه صندوق وقفی مورد نظر هنوز در بازار سرمایه به صورت واقعی و فعال راه‌اندازی نشده است، امکان مشاهده رفتار واقعی سرمایه‌گذاران نسبت به آن وجود ندارد. از این رو، نهاد وقف در قالب این ساختار در دسته کالاهای فاقد بازار قرار می‌گیرد. به همین دلیل، برای برآورد میزان تمایل به پرداخت افراد، از روش ارزش‌گذاری مشروط استفاده شده است؛ روشی رایج و پذیرفته‌شده در سنجش ارزش کالاها و خدمات غیرقابل معامله در بازار.

در این روش، با طراحی یک بازار فرضی، از افراد جامعه درباره میزان تمایل به پرداخت سؤال می‌شود. در این پژوهش، تمرکز اصلی بر سنجش تمایل افراد به وقف در قالب یکی از ساختارهای رایج صندوق وقفی است. اگرچه مدل‌های متنوعی برای طراحی صندوق‌های وقفی وجود دارد، هدف مطالعه حاضر ارزیابی امکان‌سنجی مشارکت عمومی

۷. Conditional Valuation Method (CVM)

در یک ساختار مشخص است. بررسی تطبیقی مدل‌های مختلف می‌تواند به تحقیقات آتی واگذار شود.

برای گردآوری ادبیات موضوع، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. همچنین، به منظور جمع‌آوری داده‌ها، از نمونه‌گیری تصادفی ساده و ابزار پرسش‌نامه بهره گرفته شد. در مرحله نخست، ۳۰ پیش‌پرسش‌نامه با سؤالات انتها باز طراحی و تکمیل شد تا مبلغ پیشنهادی اولیه مشخص و اشکال‌های احتمالی برطرف شود. سپس میانه تمایل به پرداخت پاسخ‌گویان محاسبه و به‌عنوان مبلغ پیشنهادی اولیه در پرسش‌نامه نهایی به‌کار رفت (عادلی و رحیمی، ۱۴۰۰).

پرسش‌نامه نهایی به‌صورت «دوگانه دوبعدی» طراحی شد که یکی از پرکاربردترین و رایج‌ترین روش‌ها برای استخراج تمایل به پرداخت افراد است. این روش با یک پیشنهاد اولیه آغاز می‌شود؛ به این صورت که اگر پاسخ به پیشنهاد اول مثبت باشد، پیشنهاد دوم با مبلغی بالاتر ارائه می‌شود و اگر پاسخ به پیشنهاد اول منفی باشد، پیشنهاد دوم با مبلغی کمتر از پیشنهاد اولیه مطرح می‌گردد (حاتمی، ۱۳۹۱).

در نهایت، با استفاده از پیش‌پرسش‌نامه و تکنیک دوگانه دوبعدی، سه مبلغ پیشنهادی ۶,۰۰۰,۰۰۰، ۱۲,۰۰۰,۰۰۰ و ۲۴,۰۰۰,۰۰۰ ریالی برای وقف در بازار سرمایه به‌دست آمد. در این مطالعه، پرسش‌نامه نهایی در سه بخش اصلی طراحی شد. در بخش نخست، اطلاعات اجتماعی - اقتصادی پاسخ‌گویان گردآوری شد. در بخش دوم، آگاهی، نگرش و تمایلات پاسخ‌گویان نسبت به وقف در بازار سرمایه بررسی شد. برای سنجش گرایش، گویه‌ها در قالب طیف پنج‌گزینه‌ای لیکرت (کاملاً مخالفم، مخالفم، نظری ندارم، موافقم، کاملاً موافقم) درباره ارزش وقف و آثار اجتماعی - اقتصادی آن در بازار سرمایه به پاسخ‌گویان ارائه شد.

به‌منظور بررسی پراکندگی میانگین‌ها در تکرار یک سنجش، یا برای ارزیابی دقت میانگین یک مطالعه و میزان نزدیکی آن به میانگین واقعی جمعیت هدف، از شاخص «انحراف از میانگین» استفاده می‌شود (هدایتی، ۱۳۸۸). از این‌رو، در این مطالعه برای توصیف پراکندگی نگرش پاسخ‌گویان، از شاخص فاصله انحراف معیار از میانگین (ISDM) استفاده شد.

نحوه امتیازدهی به چهار سطح برآورد گردید (کرملایچ، ۱۳۹۳).

$A =$ نگرش منفی $\text{Min} \leq A < \text{Mean-St.d}$

$B =$ نگرش نسبتاً منفی $\text{Mean-St.d} \leq B < \text{Mean}$

$C =$ نگرش نسبتاً مثبت $\text{Mean} \leq C < \text{Mean+St.d}$

$D =$ نگرش مثبت $\text{Mean+St.d} \leq D < \text{Max}$

در بخش پایانی پرسش‌نامه، که بخش اصلی آن به‌شمار می‌آید، با طراحی سناریوی بازار فرضی، سؤالات مربوط به تمایل افراد به وقف مطرح شد. برای بررسی روایی صوری پرسش‌نامه، از نظرات و پیشنهادهای برخی کارشناسان مذهبی و استادان اقتصاد اسلامی استفاده گردید. پایایی پرسش‌نامه نیز با استفاده از روش آلفای کرونباخ در پیش‌آزمون ۷۰٪ به‌دست آمد که نشان‌دهنده پایایی در حد مطلوب پرسش‌نامه است.

جامعه آماری پژوهش شامل افراد دارای درآمد مستقل است. داده‌های نمونه در سال ۱۴۰۳ با استفاده از فرمول کوکران و روش تصادفی ساده گردآوری شد. بر اساس نتایج بررسی‌های هاسمن در مطالعات مرتبط با تمایل به پرداخت، داده‌ها معمولاً از طریق مصاحبه‌های رودررو، پرسش‌نامه‌های حضوری، پرسش‌نامه‌های تکمیل‌شده توسط افراد، نامه‌نگاری و نظرسنجی‌های تلفنی جمع‌آوری می‌شوند (رسول‌پور عربی، ۱۳۹۶). در این مطالعه، از پرسش‌نامه‌های تکمیل‌شده توسط افراد استفاده شد.

طبق رابطه (۱)، تعداد نمونه موردنیاز در این پژوهش ۳۸۴ نفر تعیین گردید. با این حال، ۲۳ پرسش‌نامه به‌دلیل نقص اطلاعات حذف شد و در نهایت ۳۶۱ پرسش‌نامه مورد بررسی قرار گرفت.

$$n = \frac{Z^2 pq}{d^2} = \frac{0.5 \cdot 0.5 \cdot 1.96^2}{0.05^2} \approx 384 \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه (۱)، n تعداد افراد نمونه است. مقدار Z در سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر ۱.۹۶ در نظر گرفته می‌شود. p درصد احتمال تمایل به پرداخت و q درصد احتمال عدم تمایل به پرداخت است که در این پژوهش، برای تعیین حداکثر حجم نمونه، مقدار p و q مساوی ۵۰٪ در نظر گرفته شده‌اند. d نیز سطح خطای مجاز را نشان می‌دهد.

در روش دوگانه دوبعدی فرض می‌شود افراد دارای مطلوبیت زیر هستند:

$$U = U(Y, S) \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه (۲)، U نشان‌دهنده مطلوبیت غیرمستقیمی است که فرد از انجام وقف به‌دست می‌آورد. Y درآمد و S برداری از ویژگی‌های اجتماعی - اقتصادی فرد است که تحت تأثیر سلیقه شخصی او قرار دارد. هر فرد حاضر است مبلغی از درآمد خود را به‌عنوان مبلغ پیشنهادی (A) برای وقف در بازار سرمایه بپردازد؛ مبلغی که پرداخت آن برای او ایجاد مطلوبیت می‌کند.

$$U(1 \cdot Y - A; S) + \varepsilon_1 \geq U(0 \cdot Y; S) + \varepsilon_0 \quad \text{رابطه (۳)}$$

فرض بر این است که میزان مطلوبیتی که از وقف در بازار سرمایه ایجاد می‌شود، بیشتر از حالتی است که فرد وقف نمی‌کند. متغیرهای تصادفی ε_0 و ε_1 با میانگین صفر، به‌طور مستقل و تصادفی توزیع شده‌اند.

به این ترتیب، تفاوت مطلوبیت ایجادشده در فرد (ΔU) به دلیل وقف در بازار سرمایه را می‌توان به صورت زیر توصیف کرد:

$$\Delta U = U(1 \cdot Y - A; S) - U(0 \cdot Y; S) + (\varepsilon_1 - \varepsilon_0) \quad \text{رابطه (۴)}$$

متغیر وابسته این پژوهش، پذیرش یا عدم پذیرش قیمت پیشنهادی برای وقف در بازار سرمایه است که به انتخابی دوگانه منجر می‌شود. بنابراین، برای برآورد نیاز به یک مدل کیفی وجود دارد. بر اساس بررسی‌های انجام‌شده، در مدل‌های کیفی معمولاً از مدل لوجیت و پروبیت استفاده می‌شود (سوری، ۱۳۹۱). به دلیل کاربرد گسترده و سهولت محاسبه، در این پژوهش از مدل لوجیت استفاده شده است.

بر اساس الگوی لوجیت، احتمال اینکه فرد یکی از پیشنهادات را بپذیرد، به صورت رابطه (۵) بیان می‌شود:

$$p_i = f_{\eta}(\Delta u) = \frac{1}{1 + \exp(-\Delta u)} = \frac{1}{1 + \exp(-(\alpha - \beta A + \gamma Y + \theta S))} \quad \text{رابطه (۵)}$$

که $f_{\eta}(\Delta U)$ تابع توزیع تجمعی با اختلاف لجستیک^۸ استاندارد است و شامل برخی متغیرهای اقتصادی - اجتماعی مورد بررسی در این پژوهش است. پارامترهای β و γ و θ قابل تخمین هستند به طوری که انتظار می‌رود که $\beta \leq 0$ و γ و θ بزرگتر از صفر باشند (توکلی‌راد، ۱۳۹۵).

پارامترهای مدل لجیت با استفاده از روش حداکثر درست‌نمایی - که رایج‌ترین تکنیک برای تخمین مدل لجیت است - برآورد می‌شوند. سپس مقدار مورد انتظار تمایل به وقف در بازار سرمایه، با انتگرال‌گیری عددی در بازه صفر تا بالاترین پیشنهاد (A) محاسبه می‌گردد:

$$E(WTP) = \int_0^{MaxA} f_{\eta}(\Delta u) = \int_0^{MaxA} \frac{1}{1 + \exp\{-(\alpha^* - \beta_1 A)\}} d \quad \text{رابطه (۶)}$$

$$\alpha^* = (\alpha + \gamma Y + \theta S) \quad \text{رابطه (۷)}$$

$E(WTP)$ مقدار مورد انتظار تمایل به وقف افراد در بازار سرمایه از طریق صندوق مشترک سرمایه - گذاری وقف و α^* عرض از مبدأ تعدیل شده است، که بخش اجتماعی - اقتصادی را به بخش عرض از مبدأ اصلی (α) اضافه می‌کند (امیر-نژاد و اژدری، ۱۳۹۰).

در نهایت، برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش از روش‌های آمار توصیفی با استفاده از نرم‌افزار Excel 2013 و SPSS 22 جهت توصیف متغیرها بهره گرفته شد. همچنین برای پاسخ به هدف اصلی پژوهش، از آمار استنباطی با به کارگیری نرم‌افزار EViews 10 استفاده گردید.

۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها

۴-۱. یافته‌های توصیفی

نتایج آماری حاصل از بررسی ۳۶۱ پرسش‌نامه نهایی در جدول (۲) ارائه شده است. بر اساس یافته‌ها، ۲/۶۸ درصد پاسخ‌گویان مرد و ۷۷/۶۷ درصد آن‌ها متأهل هستند.

۸. Logistic

همچنین توزیع فراوانی وضعیت اشتغال پاسخ‌گویان نشان می‌دهد که بیشترین شاغلان به ترتیب در بخش آزاد و سپس در میان کارمندان مشغول به فعالیت هستند.

جدول (۲): نتایج توصیفی متغیرهای کمی

متغیر	میانگین	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
سن (سال)	۳۵/۹۶	۱۸	۷۳	۱۰/۴۳
سال‌های تحصیل (سال)	۱۲/۹	۴	۲۲	۲/۹۹
بعد خانوار (نفر)	۳/۸	۱	۱۰	۱/۳
درآمد ماهیانه فرد (تومان)	۲۴۷۸۶۸۳/۹	۰	۳۸۰۰۰۰۰۰	۲۱۳۱۱۴۵/۳
درآمد ماهیانه خانوار (تومان)	۳۶۳۲۱۵۱/۹	۰	۷۰۰۰۰۰۰۰	۲۹۸۰۳۶۷/۳

منبع: (یافته‌های تحقیق در سال ۱۴۰۳)

طبق جدول (۳)، ۴/۷ درصد افراد سابقه وقف داشته‌اند. ۸/۶ درصد از پاسخ‌گویان با صندوق‌های وقف در بازار سرمایه آشنایی دارند.

جدول (۳): وضعیت افراد پاسخ‌گو راجع به وقف و صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف

ردیف	بلی تعداد درصد	خبر تعداد درصد	جمع تعداد درصد
سابقه وقف	۱۷ ۴/۷	۳۴۴ ۹۵/۳	۳۶۱ ۱۰۰
آشنایی با صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف	۳۱ ۸/۶	۳۳۰ ۹۱/۴	۳۶۱ ۱۰۰

منبع: (یافته‌های تحقیق)

جدول (۴)، دسته‌بندی افراد را براساس میزان آگاهی افراد در مورد صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف نشان می‌دهد. در مجموع ۶۴/۰۱ درصد افراد پاسخ‌گو آگاهی کم و خیلی کم در مورد این صندوق داشته‌اند.

جدول (۴): دسته بندی افراد بر اساس میزان آگاهی از صندوق مشترک سرمایه گذاری وقف

وضعیت آگاهی	خیلی کم	کم	متوسط	زیاد	خیلی زیاد	جمع
تعداد	۱۰۰	۱۳۱	۶۷	۴۴	۱۹	۳۶۱
درصد	۲۵/۷۹	۳۸/۲۲	۱۸/۵۵	۱۲/۱۸	۵/۲۶	۱۰۰

منبع: (یافته های تحقیق)

جدول (۵)، دسته بندی افراد را براساس نگرش به وقف از طریق صندوق مشترک سرمایه گذاری وقف نشان می دهد. در مجموع ۴۹/۹۷ درصد افراد نگرش نسبتاً مثبت و مثبت به وقف داشته اند.

جدول (۵): دسته بندی افراد بر اساس نگرش به وقف از طریق صندوق مشترک سرمایه گذاری وقف

وضعیت نگرش	منفی	نسبتاً منفی	نسبتاً مثبت	مثبت	جمع
تعداد	۷۶	۱۰۴	۱۰۹	۷۲	۳۶۱
درصد	۲۱/۰۷	۲۸/۸۰	۳۰/۱۹	۱۹/۹۴	۱۰۰

منبع: (یافته های تحقیق)

براساس جدول (۶)، از بین ۳۶۱ پاسخ گو ۱۴۰ نفر (۳۸/۷۸ درصد) یکی از مبالغ پیشنهادی وقف در بازار سرمایه را پذیرفته اند. ۲۲۱ نفر (۶۱/۲۲ درصد) از افراد نمونه هیچ مبلغ پیشنهادی را نپذیرفتند که از این بین ۱۰۶ نفر (۴۷/۹۶ درصد) افراد عدم شفافیت و بی اعتمادی به بازار سرمایه را مطرح کردند، ۵۲ نفر (۲۳/۵۲ درصد) افراد پاسخ گو اظهار داشتند درآمدشان پایین است. ۴۱ نفر (۱۸/۵۵ درصد) انگیزه اعتقادی نداشتند و ۲۲ نفر (۹/۹۵ درصد) دلایل دیگر را مطرح کردند.

جدول (۶): توزیع فراوانی تمایل به وقف افراد از طریق صندوق مشترک سرمایه گذاری وقف

وضعیت پذیرش	پیشنهاد ۱۲۰۰۰۰۰۰ ریال (پیشنهاد میانی)	پیشنهاد ۶۰۰۰۰۰۰ ریال (پیشنهاد پایین تر)	پیشنهاد ۲۴۰۰۰۰۰۰ ریال (پیشنهاد بالاتر)
بلی	۹۶	۴۴	۳۲
درصد	۲۶/۵۹	۱۶/۶۰	۳۳/۳۳
خیر	۲۶۵	۲۲۱	۶۴

وضعیت پذیرش	پیشنهاد ۱۲۰۰۰۰۰۰ ریال (پیشنهاد میانی)	پیشنهاد ۶۰۰۰۰۰۰ ریال (پیشنهاد پایین تر)	پیشنهاد ۲۴۰۰۰۰۰۰ ریال (پیشنهاد بالاتر)
درصد	۷۳/۴۱	۸۳/۳۹	۶۶/۶۶
مجموع	۳۶۱	۲۶۵	۹۶
درصد	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

منبع: (یافته‌های تحقیق)

۲-۴. یافته‌های استنباطی

برای بررسی میزان تأثیر عوامل مؤثر بر تمایل به وقف در بازار سرمایه از طریق صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف، از مدل لوجیت با استفاده از نرم‌افزار EViews 10 و روش حداکثر درست‌نمایی^۹ بهره گرفته شد. در این چارچوب، متغیر وابسته «تمایل به وقف در بازار سرمایه» بر متغیرهای مستقل رگرس شده و ضرایب برآورد شده، پس از حذف متغیرهای غیرمعنادار، مطابق جدول (۷) به دست آمدند. انتخاب متغیرهای مدل لوجیت بر مبنای مبانی نظری، مرور پیشینه پژوهش‌های مرتبط و هدف مطالعه انجام گرفته است.

جدول (۷): برآورد نهایی مدل لوجیت برای تمایل به وقف در

قالب ساختار پیشنهادی صندوق وقفی^{۱۰}

متغیرها	ضرایب	ارزش آماره t	معناداری آماری	اثر نهایی
سن	۰/۰۹۷۵۴۷	۷/۲۰۴۸۹۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۳۸۴۱
مبلغ پیشنهادی	-۴/۰۱E۰۷	۲/۳۹۸۲۹۲	۰/۰۳۴۴	-۵/۶۹E-۰۸
آشنایی با صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف	۰/۷۹۲۰۵۱	۲/۳۳۱۵۰۷	۰/۰۱۹۷	۰/۱۱۲۳۸۵
درآمد فرد	۰/۵۸۰۳۲۲	۵/۳۹۷۷۳۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۲۳۴۲
نگرش و تمایلات فکری	۰/۲۲۴۱۹۴	۲/۰۸۷۲۴۷	۰/۰۳۶۹	۰/۰۳۱۸۱۱
وضعیت تاهل	-۰/۶۴۴۷۹۴	-۲/۴۳۹۶۳۱	۰/۰۱۴۷	-۰/۰۹۱۴۹۰
عرض از مبدأ	-۵/۶۵۵۹۱۱	-۷/۳۱۷۱۲۲	۰/۰۰۰۰	-۰/۸۰۲۵۲۱

منبع: (یافته‌های تحقیق)

۹. Maximum Likelihood Method (MLE)

۱۰. نتایج حاصل از این مدل، صرفاً در چارچوب ساختار پیشنهادی صندوق سرمایه‌گذاری وقفی تفسیر می‌شود و در صورت بررسی ابزارهای دیگر مانند اوراق وقفی یا وقف خرد، ممکن است نوع و شدت تأثیر متغیرها متفاوت باشد.

ضریب متغیر «مبلغ پیشنهادی» به عنوان یکی از متغیرهای توضیحی مهم، در سطح پنج درصد معنادار و با علامت منفی برآورد شد. این نتیجه نشان می‌دهد که در سناریوی بازار فرضی، با افزایش مبلغ پیشنهادی، تمایل افراد به وقف کاهش می‌یابد.

در مدل لوجیت، ضرایب برآوردی صرفاً علامت تأثیر متغیرهای توضیحی بر احتمال پذیرش متغیر وابسته را نشان می‌دهند و قابلیت تفسیر مقداری ندارند. آنچه قابل تفسیر است «اثرات نهایی» است؛ یعنی درصد تغییر در احتمال تمایل به وقف در ازای تغییر یک واحد در متغیر توضیحی. در مورد متغیرهای موهومی، این تغییر احتمال به ازای تغییر وضعیت از صفر به یک محاسبه می‌شود (سیاهی سرابی، فلسفیان و حبیب‌زاده، ۱۳۹۷). اثر نهایی متغیر «مبلغ پیشنهادی» نشان می‌دهد که افزایش یک واحد در قیمت پیشنهادی، با ثابت بودن سایر عوامل، منجر به کاهش $0.0000569/0$ درصدی در احتمال تمایل به وقف می‌شود.

ضریب متغیر «سن» در سطح یک درصد معنادار و مثبت به دست آمد. ضریب متغیر «وضعیت تأهل» نیز در سطح پنج درصد معنادار و منفی شد. بنابراین افراد مجرد، با افزایش سن، احتمال بیشتری برای تمایل به وقف دارند. اثر نهایی متغیر «سن» بیان می‌کند که افزایش یک واحد در سن پاسخ‌گو، با ثابت بودن سایر عوامل، موجب افزایش $3841/1$ درصدی در احتمال تمایل به وقف می‌شود. همچنین اثر نهایی متغیر «وضعیت تأهل» نشان می‌دهد که متأهل بودن افراد، در صورت ثابت بودن سایر عوامل، منجر به کاهش $149/9$ درصدی در احتمال تمایل به وقف خواهد شد.

ضریب متغیر «درآمد فرد» در سطح یک درصد معنادار و مثبت برآورد شد. این بدان معناست که با افزایش سطح درآمدی پاسخ‌گو، احتمال تمایل به پرداخت افزایش می‌یابد. اثر نهایی این متغیر نشان می‌دهد که افزایش یک واحد در متغیر درآمد خانوار، با ثابت بودن سایر عوامل، منجر به افزایش $2342/8$ درصدی در احتمال تمایل به پرداخت می‌شود.

ضریب متغیر «آشنایی افراد با صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف» نیز در سطح پنج درصد معنادار و مثبت برآورد شد. اثر نهایی این متغیر نشان می‌دهد که افزایش یک واحد

در میزان آشنایی افراد، با ثابت بودن سایر عوامل، موجب افزایش ۲۳۸۵/۱۱ درصدی در احتمال تمایل به وقف می‌شود.

در مدل‌های لجیت، به‌منظور تعیین معناداری کل مدل رگرسیون، از آماره ضریب تعیین مک‌فادن^{۱۱} - که از معیارهای سنجش کیفیت برازش است - استفاده می‌شود. ضریب مک‌فادن نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی مدل تا چه حد توانسته‌اند تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند (عادلی و رحیمی، ۱۴۰۱).

در این پژوهش، مقدار این ضریب با استفاده از روش حداکثر درست‌نمایی برابر با ۲۳۸۰۷۴/۰ به‌دست آمد. این مقدار با توجه به تعداد مشاهدات متغیر وابسته، در حد مطلوب ارزیابی می‌شود. همچنین، برای بررسی معناداری کل رگرسیون برآوردشده، از آماره نسبت درست‌نمایی^{۱۲} استفاده شد. مقدار این آماره برابر با ۰۰۰۵/۱۹۲ است. از آن‌جا که این مقدار بالاتر از حد بحرانی نسبت درست‌نمایی^{۱۳} است، کل الگوی برآوردی از نظر آماری در سطح احتمال صفر درصد معنادار ارزیابی می‌شود.

به‌علاوه، این مدل در مقایسه با حالت ثابت، ۴۰/۲۶ درصد توانایی بهتری در تخمین نشان داده است. بنابراین، الگوی به‌دست‌آمده قابل اعتماد بوده و می‌تواند برای تجزیه و تحلیل‌های بعدی به‌کار رود.

پس از تخمین پارامترهای مدل لجیت با استفاده از روش حداکثر درست‌نمایی، میزان ارزش مورد انتظار با انتگرال‌گیری عددی در بازه صفر تا مبلغ حداکثر پیشنهاد (۲۴,۰۰۰,۰۰۰ ریال) محاسبه شد و در قالب رابطه (۸)^{۱۴} ارائه گردید.

$$E(WTP) = \int_0^{24000000} \frac{1}{1 + \exp\{0.857181 + 40100000(\text{bid})\}} dbid = 1728381/59 \text{ ریال (۸) رابطه}$$

میانگین تمایل به وقف افراد برابر با ۱.۷۲۸.۳۸۱/۵۹ ریال برآورد شد. با توجه به جمعیت کنونی ایران (۸۵,۹۶۱,۰۰۰ نفر بر اساس گزارش مرکز آمار ایران)، ارزش اقتصادی این صندوق معادل ۱۴۸.۵۷۳/۴۱ میلیارد ریال برآورد می‌شود.

۱۱. Mc Fadden R - Squared

۱۲. LR.Statistic

۱۳. Prob LR statistic

۱۴. با استفاده از نرم افزار MATLAB محاسبه شده است.

نتیجه گیری

وقف به معنای تخصیص اموال برای کمک به جامعه و انجام فعالیت‌های خیرخواهانه است. صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف به‌عنوان ابزاری مدرن برای جمع‌آوری و مدیریت سرمایه افراد و نهادها در جهت اهداف خیریه عمل می‌کند. این صندوق به افراد امکان می‌دهد با سرمایه‌گذاری در آن، در تحقق اهداف اجتماعی و خیریه مشارکت کنند. برآورد میزان تمایل به وقف از طریق این صندوق نیازمند بررسی دقیق عوامل مختلف و ارائه راهکارهایی برای افزایش آگاهی و جذب سرمایه‌گذاران است.

در پژوهش حاضر، تمایل افراد به وقف در بازار سرمایه از طریق صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف و عوامل مؤثر بر آن با روش ارزش‌گذاری مشروط و مدل لوجیت محاسبه شد. نتایج نشان داد ۷۸/۳۸ درصد پاسخ‌گویان آماده وقف در این صندوق هستند. تحلیل عوامل مؤثر نیز بیانگر آن بود که:

- **درآمد** اثر مثبت و معنادار دارد؛ بدین معنا که افراد با درآمد بالاتر احتمال بیشتری برای تمایل به وقف دارند. این نتیجه با مطالعات باستانی‌فر، حیدری و روشندل (۱۳۹۸)، امیری، روشندل و صادق‌پور (۱۳۹۵) و Ahmad (۲۰۱۹م) همخوان است.
- **سن و وضعیت تهر**د اثر مثبت و معنادار دارند؛ بنابراین افراد مجرد با افزایش سن تمایل بیشتری به وقف نشان می‌دهند. این یافته با نتایج باستانی‌فر، حیدری و روشندل (۱۳۹۸) مطابقت دارد.
- **نگرش و تمایلات فردی** اثر مثبت و معنادار دارند؛ بدین معنا که افرادی با گرایش‌های فکری مثبت‌تر نسبت به صندوق‌های وقفی، احتمال بیشتری برای تمایل به وقف دارند. این نتیجه با یافته‌های Mujahidah & Rusydiana (2023) و همچنین Alifiandy & Sukamana, (2020) همسو است.
- **آشنایی با صندوق‌های وقفی** اثر مثبت و معنادار دارد؛ بنابراین افراد آگاه‌تر نسبت به عملکرد و مزایای این صندوق‌ها، تمایل بیشتری به وقف دارند.
- **مبلغ پیشنهادی** اثر منفی و معنادار دارد؛ یعنی با افزایش مبلغ پیشنهادی، احتمال تمایل به وقف افراد کاهش می‌یابد.

میانگین تمایل به وقف هر فرد $۱.۷۲۸.۳۸۱/۵۹$ ریال برآورد شد که با نتایج جعفرزاده نجار، هوشمند، لطفعلی پور و بهنام (۱۳۹۷) همخوانی دارد. در نتیجه، ارزش اقتصادی این صندوق معادل $۱۴۸.۵۷۳/۴۱$ میلیارد ریال محاسبه گردید.

در نهایت، بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهادهایی ارائه می‌شود:

(۱) درآمد و مشوق‌های مالی:

از آنجا که درآمد بالاتر با افزایش تمایل به وقف در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری وقف همراه است، پیشنهاد می‌شود:

- ارائه مشوق‌های مالیاتی برای افراد با درآمد بالا،
 - طراحی برنامه‌های وقف پلکانی،
 - ترویج فرهنگ وقف با تمرکز بر اقشار پردرآمد،
 - ایجاد فرصت‌های مشارکت نام‌آور برای این گروه،
 - و افزایش شفافیت و گزارش‌دهی درباره آثار اجتماعی وقف.
- این اقدامات می‌تواند مشارکت افراد پردرآمد را در صندوق‌ها تقویت کرده و منابع مالی بیشتری را برای آن‌ها فراهم آورد.

(۲) سن، مجرد و وقف وارثانه:

از آنجا که افزایش سن و مجرد (نبود فرزندان یا وارثان مستقیم) با تمایل بیشتر به وقف مرتبط است، پیشنهاد می‌شود:

- طراحی طرح‌های «وقف وارثانه» برای افراد مجرد مسن،
 - ایجاد مشوق‌های مالیاتی و حمایت‌های قانونی برای این گروه،
 - توسعه خدمات مشاوره وقف ویژه سالمندان مجرد،
 - راه‌اندازی صندوق‌های وقفی با اهداف خاص برای سالمندان بدون وارث،
 - و ترویج وقف به عنوان میراث معنوی برای افراد بدون وارث.
- این اقدامات می‌تواند بستر مناسبی برای مشارکت بیشتر این گروه فراهم کند.

۳) آشنایی و اطلاع‌رسانی:

چون آشنایی بیشتر با صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری وقف موجب افزایش تمایل به مشارکت می‌شود، پیشنهاد می‌گردد:

- راه‌اندازی کمپین‌های آموزشی و اطلاع‌رسانی،
 - همکاری با رسانه‌ها و شبکه‌های اجتماعی،
 - برگزاری دوره‌ها و سمینارهای عمومی و رایگان،
 - تولید محتوای آموزشی ساده و جذاب،
 - تشویق واقفان موفق به انتقال تجربیات،
 - و اجرای برنامه‌های معرفی صندوق‌های وقفی در مدارس.
- این اقدامات می‌تواند سطح آگاهی عمومی را ارتقا داده و منابع مالی پایدار برای صندوق‌ها فراهم کند.

۴) نگرش مثبت و اعتماد عمومی:

چون نگرش مثبت نسبت به صندوق‌ها تمایل افراد به وقف را تقویت می‌کند، پیشنهاد می‌شود:

- اجرای طرح‌های اجتماعی با نمایش آثار مثبت وقف،
 - برگزاری برنامه‌های آموزشی برای تبیین اهمیت اجتماعی و معنوی وقف،
 - و ترویج فرهنگ «وقف کوچک، اثر بزرگ».
- این اقدامات موجب تقویت اعتماد و نگرش مثبت عمومی به صندوق‌های وقفی خواهد شد.

۵) مبلغ پیشنهادی و انعطاف‌پذیری:

از آنجا که افزایش مبلغ پیشنهادی موجب کاهش تمایل افراد به وقف می‌شود، پیشنهاد می‌شود:

- طراحی طرح‌های وقفی با مبالغ متغیر و انعطاف‌پذیر،
- امکان وقف تدریجی و اقساطی،
- معرفی گزینه‌های وقفی متناسب با توان مالی هر فرد،
- ارائه تخفیف یا مزایای ویژه برای وقف‌های اولیه با مبالغ پایین،

- و تشویق به مشارکت‌های جمعی با مبالغ کوچک.
- این اقدامات می‌تواند ضمن حفظ انگیزه افراد، انعطاف لازم برای جذب منابع وقفی را ایجاد کند.

این پژوهش صرفاً بر تمایل به وقف از طریق صندوق مشترک سرمایه‌گذاری وقف تمرکز داشته و سایر ابزارهای نوین وقفی، مانند اوراق وقف یا وقف خرد، را مورد بررسی قرار نداده است. همچنین، جامعه آماری به افراد دارای درآمد مستقل محدود شده است. پیشنهاد می‌شود در مطالعات آینده:

- با گسترش دامنه نمونه به سایر گروه‌ها و بررسی ابزارهای نوین وقف، امکان مقایسه میان آن‌ها فراهم شود.
- روش‌های ترکیبی (کمی - کیفی) به کار گرفته شود تا ابعاد مختلف موضوع روشن‌تر گردد.
- نقش متغیرهایی چون اعتماد عمومی، سرمایه اجتماعی و سواد مالی در تمایل به وقف تحلیل شود تا دیدی جامع‌تر نسبت به عوامل اثرگذار به دست آید.

سپاسگزاری

از همکاری تمامی افرادی که به پرسش‌نامه‌ها پاسخ دادند، صمیمانه قدردانی می‌شود.

ملاحظات اخلاقی
- پیروی از اصول حقوقی تمامی اصول اخلاقی 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 پایان‌نامه، رساله دکتری و طرح پژوهشی نیست.

کتابنامه

- ۱) امیری، هادی؛ روشندل آرمان؛ و صادق‌پور فاطمه (۱۳۹۵). عوامل اثرگذار بر خرید اوراق وقفی (مطالعه موردی: آموزش و پرورش). *اقتصاد اسلامی*، ۱۶(۶۳)، ۱۴۷-۱۶۵.
- <https://sid.ir/paper/99713/fa>.

- ۲) امیری، هادی؛ کیانی، غلامحسین؛ و صادق‌پور، فاطمه (۱۳۹۴). برآورد تمایل به پرداخت افراد جامعه جهت تأسیس مؤسسه‌های وقفی برای تأمین مالی آموزش و پرورش (مطالعه موردی: شهر اصفهان). *جستارهای اقتصادی*، ۱۲(۲۴)، ۱۰۷-۱۲۷.
- ۳) امیرنژاد، حمید؛ و ازدری، سمیه (۱۳۹۰). مقایسه‌ی کاربرد لاجیت، پروبیت و توبیت در ارزش‌گذاری اقتصادی منابع زیست‌محیطی: مطالعه‌ی موردی برآورد ارزش گردشی منطقه بهشت گمشده استان فارس. *اقتصاد کشاورزی*، ۵(۳)، ۹۵-۱۱۹.
<https://civilica.com/doc/763153>
- ۴) بختیاران، احمدرضا؛ سجادی، محسن (۱۴۰۲). برآورد ظرفیت تأمین مالی شهرداری با بهره‌گیری از بخش سوم اقتصاد با انتشار اوراق وقف (مطالعه موردی: شهر قم). *جستارهای اقتصادی*، ۱۹(۳۸)، ۲۳۹-۲۶۶
<https://doi.org/10.30471/iee.2023.8878.2268>
- ۵) باستانی‌فر، ایمان؛ حیدری، محمدرضا؛ و روشندل، آرمان (۱۳۹۸). برآورد تمایل به پرداخت افراد جهت خرید اوراق بهادار اسلامی به منظور تأمین مالی زندان‌ها (مطالعه موردی: شهر اصفهان). *جستارهای اقتصادی*، ۱۶(۳۲)، ۲۹۷-۳۲۶
<https://doi.org/10.30471/iee.2020.4542.1646>
- ۶) تحریریه راسخون (۱۳۹۹). <https://rasekhoon.net/rmagazine/show/1563795>
- ۷) توکلی‌راد، قاسم (۱۳۹۵). برآورد ارزش اقتصادی - تفریحی پارک جنگلی کشپل با استفاده از روش ارزش‌گذاری مشروط. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ۸) جعفرزاده نجار، مرتضی؛ هوشمند، محمود؛ لطفعلی‌پور، محمدرضا؛ و بهنام، مهدی (۱۳۹۷). بررسی امکان استفاده از اوراق وقف و قرض‌الحسنه برای تأمین مالی فضاهای عمومی در بافت پیرامون حرم مطهر امام رضا(ع). *اقتصاد و مدیریت شهری*، ۷(۱)، ۲۳-۳۹
<http://dorl.net/dor/20.1001.1.23452870.1397.7.25.2.4>
- ۹) حاتمی، مجید (۱۳۹۱). برآورد ارزش تفریحی کوهستان پارک یزد (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه پیام‌نور، البرز، ایران.
- ۱۰) خدارحمی، بهروز؛ احمدی‌نیا، حامد؛ و داغانی، رضا (۱۳۹۰). مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری با نگاهی به ارزیابی عملکرد پرتفوی. تهران: ترمه.
- ۱۱) رسول‌پور عربی، محمد (۱۳۹۶). *ارزش‌گذاری تفریحی سواحل شهرستان بابلسر به روش ارزش‌گذاری مشروط* (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.
- ۱۲) سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۱). *مصوبات و دستورالعمل‌های کمیته فقهی در خصوص ابزارهای مالی اسلامی و صندوق‌های وقفی*. تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

- ۱۳) سروش، ابوزر (۱۳۹۰). ارائه مدل تفصیلی انتشار اوراق وقف در ایران. تحقیقات مالی اسلامی، ۱(۱)، ۱۵۱-۱۷۱ https://ifr.isu.ac.ir/article_1519.html
- ۱۴) سوری، علی (۱۳۹۱). اقتصادسنجی پیشرفته (جلد دوم). ایران، تهران: مطالعات فرهنگی.
- ۱۵) سیاهی سرابی، آیدا؛ فلسفیان، آزاده؛ و حبیبزاده، نادر (۱۳۹۷). برآورد ارزش تفریحی چشمه آب گرم شابیل با استفاده از روش ارزش گذاری مشروط (CVM). علوم و تکنولوژی محیط زیست، ۲۰(۳)، ۱۵۹-۱۶۹. <https://doi.org/10.22034/jest.2018.13263>
- ۱۶) شهنازی، روح الله؛ رستمزاده، پرویز؛ پورمولا، محمد هاشم؛ و بالایی، مریم (۱۳۹۸). تأمین مالی مسکن برای اقشار کم درآمد از طریق تعاونی بر مبنای وقف. جستارهای اقتصادی، ۱۶(۳۱)، ۷۱-۸۹ <https://doi.org/10.30471/iee.2019.1587>
- ۱۷) صدری، محمد؛ هندی زاده، حکیمه السادات (۱۳۹۳). وقف ارزش های مالی اعتباری. پژوهش های فقهی، ۱۰(۳)، ۵۱۵-۵۴۸ https://jorr.ut.ac.ir/article_52583.html
- ۱۸) عادل، امید علی؛ و رحیمی، ساناز (۱۴۰۰). برآورد تمایل به پرداخت برای واکسن کووید-۱۹ با استفاده از روش ارزش گذاری مشروط. پایش، ۲۰(۲)، ۲۲۳-۲۳۶ <http://dx.doi.org/10.52547/payesh.20.2.223>
- ۱۹) عیسی پور، مهدی؛ طالبلو، محمد حسن؛ و کاظمی، مهدی (۱۳۹۳). بررسی الگوی صندوق سرمایه گذاری وقفی در بازار سرمایه ایران، مالی اسلامی، ۱(۳)، ۴۵-۷۲.
- ۲۰) عیسوی، محمود؛ طالبلو، رضا؛ و کاظمی، مصطفی (۱۳۹۳). طراحی مدل پیشنهادی صندوق مشترک سرمایه گذاری وقف در اقتصاد ایران. جستارهای اقتصادی، ۱۱(۲۱)، ۷۵-۹۶ <https://sid.ir/paper/108954/fa>
- ۲۱) ناظمی اردکانی، مهدی؛ و امامی میبدی، احمد علی؛ نجفی، حامد (۱۳۹۳). ارائه راهکاری برای ورود وقف به بازار سرمایه (صندوق سرمایه گذاری مشترک وقف). اقتصاد انرژی، ۱۶۳، ۵۰-۴۶ <https://www.magiran.com/p1265885>
- ۲۲) کرملاجعب، عظیم (۱۳۹۳). ارزش گذاری بهبود کیفیت هوا در شهرستان اهواز (مطالعه موردی: پدیده گرد و غبار) (پایان نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه تبریز، تبریز، ایران.
- ۲۳) کردبچه، حمید؛ و مالمیر، علی (۱۳۹۱). صندوق های سرمایه گذاری مشترک. اطلاعات سیاسی - اقتصادی، ۲۸۸، ۷۴ <https://www.magiran.com/p1077504>
- ۲۴) مرکز آمار (۱۴۰۳). برآورد جمعیت کشور. تهران، ایران. <http://www.tabnak.ir>

- (۲۵) محمدی ارمندی، علیرضا (۱۴۰۱). امکان‌سنجی وقف وجوه نقدی و سهام در راستای ایجاد و توسعه صندوق‌های وقفی در ایران. *مطالعات حقوقی*، ۳۱(۳۵)، ۷۵۷-۷۲۳. <http://noo.rs/Dlhv1>
- (۲۶) مصباحی‌مقدم، غلامرضا؛ سیاح، سجاد؛ و نادری نورعینی، محمد مهدی (۱۳۸۸). امکان‌سنجی وقف سهام و پول؛ مدل صندوق وقف سهام و پول در ایران. *جستارهای اقتصادی*، ۶(۱۲)، ۵۹-۸۹. <https://sid.ir/paper/108960/fa>
- (۲۷) موسویان، سید عباس؛ و عبادی، جواد (۱۳۸۶). *فرهنگ اصلاحات فقهی و حقوقی معاملات* (چاپ اول). ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- (۲۸) هدایتی، مهدی (۱۳۸۸). جایگزینی نادرست انحراف معیار و انحراف معیار از میانگین در مقالات علوم زیست پزشکی. *ورزش و علوم زیست حرکتی*، ۱(۲)، ۶۴-۶۹. <https://www.magiran.com/p1195498>

Reference

- 1) Adeli, O. A.; & Rahimi, S. (2021). Willingness to Pay Estimation for COVID-19 Vaccine Using Contingent Valuation Method. *Payesh*, 20(2), 223-236. <http://dx.doi.org/10.52547/payesh.20.2.223> [in Persian].
- 2) Ahmad, H. (2019). Influencing Willingness To Contribute In Cash Waqf: Case Of South Tangerang, Indonesia. *Ekonomi Islami*, 10(1), 2541-4127. <https://doi.org/10.32678/ijei.v10i2.135>
- 3) Alifiandy, M. M., & Sukmana, R. (2020). The influence of planned behaviour theory and knowledge towards the waqif intention in contributing waqf. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam. Journal of Islamic Economics and Business*, 6(2), 260-285.
- 4) Amiri, H.; Kiani, Gh.; & Sadeghpour, F. (2016). Estimating the willingness of community members to pay for the establishment of endowment institutions to finance education and upbringing (Case study: city of Isfahan). *Economic Essays*, 12(24), 107-127. [in Persian].
- 5) Amiri, H.; Roshandel, A.; & Sadeghpour, F. (2016). Factors Influencing the Purchase of Waqf Bonds (Case Study: Education Sector). *Islamic Economics*, 16(63), 147-165. <https://sid.ir/paper/99713/fa> [in Persian].
- 6) Amirnejad, H.; & Ajdari, S. (2011). Comparison of Logit, Probit, and Tobit Applications in Economic Valuation of Environmental Resources: Case Study of the Estimated Tourism Value of Behesht Gomshodeh, Fars Province. *Agricultural Economics*, 5(3), 95-119. <https://civilica.com/doc/763153> [in Persian].
- 7) Bakhtiaran, A. R.; & Sajadi, M. (2023). Estimation of Municipal Financing Capacity Using the Third Sector Economy with the Issuance

- of Waqf Bonds (Case Study: Qom City). *Economic Researches*, 19(38), 239–266. <https://doi.org/10.30471/iee.2023.8878.2268> [in Persian].
- 8) Bastani-Far, I.; Heidari, M.; & Roshandel, A. (2019). Estimation of Willingness to Pay for Islamic Securities to Finance Prisons (Case Study: Isfahan City). *Economic Researches*, 16(32), 297–326. <https://doi.org/10.30471/iee.2020.4542.1646> [in Persian].
- 9) Editorial Team of Rasekhoon. (2020). <https://rasekhoon.net/rmagazine/show/1563795> [in Persian].
- 10) Eyssipour, M., Taleblou, M. H., & Kazemi, M. (1393 SH/ 2014). Investigation of the endowment investment fund model in the Iranian capital market. *Islamic Finance*, 1(3), 45–72. [in Persian].
- 11) Hedayati, M. (2009). Misuse of Standard Deviation and Deviation from Mean in Biomedical Science Articles. *Sports and Movement Sciences*, 1(2), 64–69. <https://www.magiran.com/p1195498> [in Persian].
- 12) Hatami, M. (2012). Recreational Value Estimation of Yazd Mountain Park. Master's Thesis, Faculty of Agricultural Sciences, Payame Noor University of Alborz. [in Persian].
- 13) Hedayati, M. (1388 SH/ 2009). Misuse of Standard Deviation and Deviation from Mean in Biomedical Science Articles. *Sports and Movement Sciences*, 1(2), 64–69. <https://www.magiran.com/p1195498> [in Persian].
- 14) Isavi, M.; Talablu, R.; & Kazemi, M. (2014). Proposed Model for Mutual Waqf Investment Funds in Iran's Economy. *Economic Researches*, 11(21), 75–96. <https://sid.ir/paper/108954/fa> [in Persian].
- 15) Jafarzadeh Najjar, M.; Houshmand, M.; Lotfali Pour, M.; & Behnama, M. (2018). Feasibility of Using Waqf and Qard al-Hasanah Bonds for Financing Public Spaces Around the Holy Shrine of Imam Reza. *Urban Economics and Management*, 7(1), 23–39. <http://dorl.net/dor/20.1001.1.23452870.1397.7.25.2.4> [in Persian].
- 16) Karamalachab, A. (2014). Valuation of Air Quality Improvement in Ahvaz City (Case Study: Dust Phenomenon). Master's Thesis, Faculty of Agricultural Sciences, University of Tabriz. [in Persian].
- 17) Khodarahmi, B.; Ahmadi-Nia, H.; & Dagani, R. (2011). *Management of Investment Funds with a Focus on Portfolio Performance Evaluation. First Edition*, Termeh Publications, Tehran. [in Persian].
- 18) Kordbacheh, H.; & Malmir, A. (2012). Mutual Investment Funds. *Political-Economic Information*, 288, 74. <https://www.magiran.com/p1077504> [in Persian].
- 19) Nazemi Ardakani, M.; Emami Meybodi, A. A.; & Najafi, H. (1393 SH/ 2014). A Solution for Integrating Waqf into the Capital Market (Mutual Waqf Investment Funds). *Energy Economics*, 163, 46–50. <https://www.magiran.com/p1265885>

- 20) Mojtahed, A.; & Hassanzadeh, A. (2005). *Money, Banking, and Financial Institutions*. Tehran: Monetary and Banking Research Institute, Central Bank of the Islamic Republic of Iran. [in Persian].
- 21) Mohammadi Armandi, A. (2022). Feasibility of Waqf of Cash and Shares for the Establishment and Development of Waqf Funds in Iran. *Legal Studies*, 31(35), 723–757. <http://noo.rs/Dlhv1> [in Persian].
- 22) Mosbahi Moghaddam, G.; Sayyah, S.; & Naderi Nouraini, M. M. (2009). Feasibility of Waqf of Stocks and Money; Model of Stock and Money Waqf Fund in Iran. *Economic Researches*, 6(12), 59–89. <https://sid.ir/paper/108960/fa> [in Persian].
- 23) Mousavian, S, A, & Ebadi, J. (1386 SH/ 2007). *Encyclopedia of jurisprudential and legal reforms of transactions* (1st ed.). Iran, Tehran: *Monetary and Banking Research Institute*. [in Persian].
- 24) Nazemi Ardakani, M.; Emami Meybodi, A. A.; & Najafi, H. (2014). A Solution for Integrating Waqf into the Capital Market (Mutual Waqf Investment Funds). *Energy Economics*, 136, 46–50. <https://www.magiran.com/p1265885> [in Persian].
- 25) Rasoulpour Arabi, M. (2017). *Recreational Valuation of Babolsar Coastal Areas Using Contingent Valuation Method*. Master's Thesis, Environmental Economics, Allameh Tabataba'i University. [in Persian].
- 26) Sadri, M.; & Hendizadeh, H. S. (2014). Waqf of Financial and Credit Values. *Jurisprudential Researches*, 10(3), 515–548. <https://doi.org/10.22059/jorr.2014.52583> [in Persian].
- 27) Securities and Exchange Organization of Iran. (2022). *Resolutions and Guidelines of the Shariah Committee on Islamic Financial Instruments and Waqf Funds*. Tehran: SEO. [in Persian].
- 28) Shahnazi, R.; Rostamzadeh, P.; Pourmola, M. H.; & Balaei, M. (2019). Housing Financing for Low-Income Groups Through Cooperatives Based on Waqf. *Economic Researches*, 16031, 71–89. <https://doi.org/10.30471/iee.2019.1587> [in Persian].
- 29) Siahi Sarabi, A.; Falsafian, A.; & Habibzadeh, N. (2018). Estimation of Recreational Value of Shabil Hot Spring Using Contingent Valuation Method (CVM). *Environmental Science and Technology*, 20(3), 159–169. <https://doi.org/10.22034/jest.2018.13263> [in Persian].
- 30) Soroush, A. (2011). Detailed Model for Issuing Waqf Bonds in Iran. *Islamic Finance Studies*, 1(1), 151–171. <https://doi.org/10.30497/ifr.2011.1519> [in Persian].
- 31) Souri, A. (2012). *Advanced Econometrics, First Edition*, Cultural Studies Publications, Tehran, Volume 2. [in Persian].
- 32) Mujahidah, A. S., & Rusydiana, A. S. (2023). Perceptions of Indonesian Muslim youth on factors influencing their intention to perform cash

waqf. *International Journal of Islamic Economics and Finance (IJIEF)*, 6(1), 53-72.

- 33) Tavakoli Rad, Gh. (2016). Economic-Recreational Value Estimation of Kashpel Forest Park Using the Contingent Valuation Method. Master's Thesis, Faculty of Economics, Allameh Tabataba'i University. [in Persian].

Study of the Theory of the Unknown Owner of Bank Deposits Based on the Study of Intra-bank Money Creation

Author: Sadeq Elham* | Seyyed Mohammad Mehdi Tadayyoneslami

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.248524.1973>

میزان بررسی نظریه مجهول المالک دانستن سپرده‌های بانک بر اساس بررسی خلق پول درون بانکی
نویسندگان: صادق الهام* | سید محمد مهدی تادی یونسلمی

پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.248524.1973>



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 uphold.



Study of the Theory of the Unknown Owner of Bank Deposits Based on the Study of Intra-bank Money Creation

Sadeq Elham: Assistant Professor, Islamic Jurisprudence of Economics, Department of Fiqh, Faculty of Theology, Islamic Studies and Guidance, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

e.elham@isu.ac.ir | 0000-0003-4962-9136

Seyyed Mohammad Mehdi Tadayyoneslami: M.A. Student. in Islamic Jurisprudence and Principles of Islamic Law, Department of Fiqh, Faculty of Theology, Islamic Studies and Guidance, Imam Sadiq University, Tehran, Iran

sm.tadayyon@isu.ac.ir | 0000-0002-4834-9426

Abstract

1. Introduction and Objective

The institution of banking and the development of interest-free or Islamic banking have long been central issues in both jurisprudential and economic debates within Muslim societies. From the very inception of modern banking systems, jurists have examined the religious and legal implications of the ownership of bank assets and the permissibility of transactions conducted through banks. Among the most debated questions is whether banks, especially state-owned institutions, can be considered legitimate owners of their assets and liabilities.

A significant strand of jurisprudential opinion has denied the possibility of ownership for legal entities altogether, thereby extending this denial to state banks. On this view, bank assets are considered *majhūl al-mālik* (unknown-owner property), and any use of them requires authorization from the religious authority. Other jurists, while accepting the principle of ownership for legal entities, nevertheless argue that because banks lack a legitimate Sharia trustee, transactions with them are invalid, and the resulting assets should likewise be categorized as unknown-owner property.

The objective of the present research is to critically analyze these jurisprudential views through the lens of modern monetary economics. Specifically, the study seeks to demonstrate that once the mechanisms of intra-bank money creation are taken into account—whether under the financial intermediation model, the money multiplier model, or the theory of money creation *ex nihilo*—the categorization of bank assets as *majhūl al-mālik* becomes unsustainable. The research therefore aims not only to critique existing

jurisprudential positions but also to propose an updated interpretative framework that aligns more closely with contemporary banking realities.

2. Methods and Materials

The study employs a library-based, analytical methodology, integrating jurisprudential sources in both Shi'a legal scholarship and contemporary financial theory. The research materials can be divided into three categories:

Classical and contemporary jurisprudential texts. Works of leading jurists such as Āyatollāh al-'Uzmā al-Khu'ī, Āyatollāh Sīstānī, Muḥammad Ṣadr, and other scholars who have articulated positions regarding the ownership of state assets, banking transactions, and the doctrine of majhūl al-mālik. These sources were analyzed to map the diversity of jurisprudential opinion, ranging from complete denial of corporate ownership to more nuanced positions contingent on the presence of a Sharia trustee.

1. Legal and statutory materials. Iranian civil law, statutory provisions on majhūl al-mālik property, and advisory opinions of the Legal Department of the Ministry of Justice were consulted to understand the positive-law context within which the debate is situated. These materials clarify how ownership and custodianship are defined in practice and how these definitions intersect with classical jurisprudential categories.
2. Economic and banking theory. Contemporary literature on monetary economics, particularly the distinction between financial intermediation, the money multiplier, and endogenous money creation, was utilized to provide a theoretical framework for understanding how banks actually create money and liabilities. Works by scholars such as Mishkin and Iranian researchers on Islamic banking were key in articulating the contrast between the traditional "loan-based" perception of banks and the modern understanding of banks as creators of credit.

The methodology was thus comparative and interdisciplinary, juxtaposing jurisprudential reasoning with economic realities, and testing whether jurisprudential categorizations withstand scrutiny when applied to the actual functioning of modern banks.

3. Research Findings

The research yielded several important findings:

a. Misconceptions about banking as mere intermediation.

Many jurists' arguments in favor of labeling bank assets as unknown-owner property rest on an outdated assumption: that banks are merely intermediaries transferring funds from depositors to borrowers. This "financial intermediation" model no longer reflects the operational reality of modern banking. In fact, banks are creators of credit, not passive intermediaries.

b. The mechanics of intra-bank money creation.

Modern banking operates through balance-sheet expansion. When a bank issues a loan, it simultaneously records a new asset (the loan) and a new liability (the depositor's account), thereby creating new purchasing power. This mechanism, whether described through the multiplier model or through the endogenous money creation framework, illustrates that banks create money through accounting entries rather than transferring pre-existing deposits.

c. Implications for ownership.

Because every loan contract establishes a bilateral, identifiable relationship between the bank (as creditor) and the customer (as debtor), the ownership of the resulting claims and liabilities is clear and traceable. Consequently, these cannot be classified as *majhūl al-mālik*, which is defined as property whose owner is unidentifiable or inaccessible.

d. Jurisprudential diversity.

While some jurists, such as al-Khu'ī and his followers, reject corporate ownership altogether, others like Muḥammad Bāqir al-Ṣadr accept the principle of corporate ownership but deny the validity of banking transactions in non-Islamic states due to the absence of a Sharia trustee. However, even in these views, the argument pertains to the validity of transactions, not to the unknowability of ownership. The extension of these concerns into the category of *majhūl al-mālik* appears conceptually and doctrinally strained.

e. Legal definitions of unknown-owner property.

According to Iranian civil law (e.g., Article 28 of the Civil Code), *majhūl al-mālik* refers to property once owned by a known person but whose current owner cannot be identified or reached. This definition does not apply to bank deposits or assets, where both the contracting parties and their obligations are fully documented.

f. Practical and doctrinal consequences.

Labeling bank assets as unknown-owner property would generate untenable legal and practical consequences. For example, it would imply that every depositor, borrower, or employee of a state bank is

engaged in handling property without an identifiable owner, which would collapse the legitimacy of modern economic systems.

4. Discussion and Conclusion

The research highlights a fundamental gap between classical jurisprudential categories and the operational realities of modern banking. The doctrine of *majhūl al-mālik* was historically developed to address cases such as lost property, unclaimed assets, or situations where ownership was genuinely obscure. Its extension to banking deposits is conceptually flawed for several reasons:

1. **Transparency of ownership.** Every deposit, loan, and credit entry in a bank is associated with a specific, identifiable party. Unlike lost or abandoned property, these assets are not ownerless.
2. **Nature of money.** Modern money is not a physical commodity but a legal-financial construct that simultaneously constitutes an asset and a liability. Treating money as if it were a physical good (requiring prior accumulation before lending) misrepresents its actual nature and misleads jurisprudential reasoning.
3. **The role of the state and Sharia trusteeship.** Even where the legitimacy of a state or the presence of a Sharia trustee is questioned, the result is a problem of *ḥukmī* (legal authorization), not *mawḍūʿī* (ontological ownership). In other words, the issue is whether the transaction is valid, not whether the property is ownerless.
4. **Economic coherence.** Declaring bank assets *majhūl al-mālik* would destabilize the entire economic order, an outcome inconsistent with the objectives of Sharia (*maqāṣid al-sharīʿa*), which include the protection of property, facilitation of transactions, and preservation of societal welfare.

Conclusion.

The study concludes that the classification of bank assets and deposits as *majhūl al-mālik* lacks both jurisprudential and economic justification. Even under the strictest assumptions—denial of corporate ownership or absence of a Sharia trustee—the reality of intra-bank money creation demonstrates that ownership remains clear and identifiable. Accordingly, the application of the doctrine of unknown-owner property to bank deposits must be rejected.

Innovation of the study.

What distinguishes this research from earlier jurisprudential treatments is its integration of monetary economics into the analysis.

Previous discussions largely relied on the outdated financial intermediation model, which made the misapplication of *majhūl al-mālik* seem plausible. By shifting the analytical lens to endogenous money creation, the study demonstrates that the issue is not one of unknown ownership but of jurisprudential adaptation to modern economic institutions.

Practical implication.

The findings call for a reconsideration of jurisprudential and legal frameworks surrounding Islamic banking. Aligning legal interpretations with the realities of money creation can strengthen the legitimacy and functionality of interest-free banking systems, ensuring they remain both religiously compliant and economically coherent.

5. Keywords

Bank Deposit; Money Creation; Anonymous Ownership; Multiplier.

6. JEL Classification: E42, E51, E52, G21, K11, K20, Z12.

بررسی نظریه مجهول المالک دانستن سپرده‌های بانک بر اساس بررسی خلق پول درون بانکی

صادق الهام: استادیار، فقه الاقتصاد، گروه فقه، دانشکده الهیات، معارف اسلامی و ارشاد، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول) e.elham@isu.ac.ir

سید محمد مهدی تدین اسلامی: دانشجوی کارشناسی ارشد فقه و مبانی حقوق اسلامی، گروه فقه، دانشکده الهیات، معارف اسلامی و ارشاد، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران sm.tadayyon@isu.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

نهاد بانک و موضوع بانکداری بدون ربا همواره از مسائل مورد توجه فقیهان بوده و ابعاد گوناگون آن تحلیل شده است. یکی از مباحث اصلی، مسئله مالکیت بانک بر دارایی‌های خویش است. برخی از فقها با نقد ادله مالکیت اشخاص حقوقی، مالکیت بانک‌های دولتی را مردود دانسته و اموال نزد آنها را در حکم «مجهول‌المالک» قلمداد کرده‌اند؛ گروهی دیگر با پذیرش اصل مالکیت اشخاص حقوقی اما به دلیل فقدان متولی شرعی، معامله با بانک را غیر صحیح و اموال را مجهول‌المالک تلقی کرده‌اند. هدف پژوهش حاضر، نقد این دیدگاه‌ها با تکیه بر تحلیل فرآیند خلق پول در نظام بانکی و بررسی سه نظریه «واسطه‌گری مالی»، «ضریب فزاینده» و «خلق پول از هیچ» است.

۲. مواد و روش‌ها

این تحقیق با روش مطالعه کتابخانه‌ای انجام شده و منابع فقهی و اقتصادی مرتبط با موضوع مورد بررسی و تحلیل تطبیقی قرار گرفته است.

۳. یافته‌های تحقیق

نتایج نشان می‌دهد که حتی در فرض عدم پذیرش مالکیت اشخاص حقوقی و عدم مشروعیت متولی بانکی، با توجه به سازوکار خلق پول درون‌بانکی، نمی‌توان وجهی برای مجهول‌المالک دانستن اموال بانکی ارائه کرد. در نظام واسطه‌گری مالی، مجهول‌المالک

بودن سپرده‌ها قابل طرح است، اما در نظام خلق پول درون‌بانکی - به دلیل ماهیت اعتباری پول و پیدایش هم‌زمان بدهی و طلب - عنوان مجهول‌المالک موضوعیت ندارد.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

نوآوری تحقیق در آن است که ادبیات پیشین، مسئله مجهول‌المالک بودن اموال بانکی را عموماً بر اساس نگاه واسطه‌گری مالی تبیین کرده‌اند؛ در حالی که با لحاظ نظریه خلق پول درون‌بانکی، مسئله ماهیتاً تغییر می‌کند. بدین ترتیب، مجهول‌المالک بودن سپرده‌های بانکی فاقد مبنای فقهی و حقوقی معتبر است و بازنگری در رویکردهای فقهی و حقوقی با توجه به واقعیت‌های نظام بانکی ضروری می‌نماید.

واژگان کلیدی: سپرده بانکی؛ خلق پول؛ مجهول‌المالک؛ ضریب فزاینده.

مقدمه و بیان مسئله

از مجموع مباحث پیش گفته و با توجه به اهمیت بانکداری بدون ربا به عنوان یکی از چالش‌های اساسی و بنیادین جوامع دینی که از آغاز شکل‌گیری نظام‌های بانکی تاکنون همواره مورد توجه و بحث بوده است، می‌توان نتیجه گرفت: صرف‌نظر از پذیرش یا عدم پذیرش شخصیت حقوقی بانک‌ها، و بدون وابستگی به ساختار حکومت دینی یا غیردینی، اطلاق عنوان «مجهول‌المالک» بر دارایی‌های بانکی، با توجه به سازوکار خلق پول درون‌زا و ماهیت اعتباری نظام بانکی نوین، فاقد مبنای معتبر فقهی و حقوقی است.

این مسئله نه تنها در حوزه نظری بلکه در عرصه عمل نیز، جوامع مؤمن را با دغدغه‌ها و پرسش‌های عمیق روبه‌رو ساخته است. از جمله این پرسش‌های کلیدی آن است که:

- آیا با وجود سازوکارهای پیچیده بانکداری مدرن، می‌توان دارایی‌های بانکی را در زمره اموال مجهول‌المالک به شمار آورد؟
- چگونه می‌توان میان سازوکار خلق پول اعتباری و موازین فقهی اسلامی هماهنگی ایجاد کرد؟
- راهکارهای حقوقی و فقهی برای حل تعارضات موجود کدام‌اند؟

برای پاسخ به این پرسش‌ها، لازم است دیدگاه‌هایی بررسی شوند که بر مجهول‌المالک بودن اموال بانک‌ها تأکید دارند. این دیدگاه‌ها عمدتاً بر دو پیش‌فرض نادرست استوارند: نخست، تحلیل بانک به عنوان «واسطه مالی صرف» که بانک را فقط واسطه‌ای میان پس‌اندازکنندگان و وام‌گیرندگان می‌داند، در حالی که در واقعیت بانک‌ها از طریق فرآیند خلق پول، خالق اعتبار هستند و نه صرفاً انتقال‌دهنده منابع. دوم، نگاه کالایی به پول که با تلقی پول به عنوان کالای فیزیکی، منشأ دارایی‌های بانکی را نامشخص فرض می‌کند، حال آنکه در اقتصاد امروز، پول ماهیتی اعتباری - حقوقی دارد و بر پایه قراردادهای مشخص و روابط دوطرفه شکل می‌گیرد (موسویان، ۱۳۹۶، ص. ۱۵۹).

نهاد پیچیده بانک با ساختار چندوجهی و گسترده خود بارها مورد بررسی و ارزیابی اندیشمندان و فقهای اسلامی قرار گرفته است. تحلیل‌ها و نقدهای علمی نشان می‌دهد که در نظام بانکی مبتنی بر خلق پول اعتباری، بانک‌ها نه از محل ذخایر قبلی، بلکه از

طریق ثبت دین و طلب به صورت الکترونیکی پول ایجاد می‌کنند. این فرآیند دارای ویژگی‌هایی همچون طرفین معین، دارایی‌های با منشأ روشن و شفافیت حقوقی است. هر وام بانکی متکی بر قراردادی مشخص میان بانک به عنوان بستانکار و مشتری به عنوان بدهکار است. منابع بانک نیز ناشی از تعهدات قانونی مشتریان است، نه اموال گمشده یا نامعلوم. حتی در صورت وجود تخلفات بانکی، این امر به خودی خود به معنای مجهول‌المالک بودن دارایی‌ها نیست، بلکه مستلزم رسیدگی قضایی به تخلفات خواهد بود.

با توجه به مبانی به دست آمده از بررسی تطبیقی آرای فقهی و تحلیل سازوکارهای بانکداری نوین، می‌توان نتیجه گرفت: ادعای مجهول‌المالک بودن دارایی‌های بانکی، حتی در فرض وجود برخی عملکردهای غیرمشروع، فاقد وجاهت علمی و حقوقی است؛ زیرا ماهیت اعتباری پول و سازوکار شفاف خلق پول بانکی، هرگونه ابهام در مالکیت این دارایی‌ها را نفی می‌کند.

بر این اساس، رویکردهای فقهی و حقوقی باید با در نظر گرفتن این واقعیت‌های اقتصادی و با توجه به تجربیات عملی نظام‌های بانکی مدرن بازنگری شوند. این بازنگری می‌تواند با بهره‌گیری از مطالعات میان‌رشته‌ای دقیق میان اقتصاد، فقه و حقوق، و نیز از طریق بررسی تطبیقی نظام‌های مختلف بانکداری اسلامی و متعارف صورت گیرد تا در نهایت الگویی کارآمد و هماهنگ با موازین شرعی برای بانکداری بدون ربا به دست آید. بانکداری بدون ربا یکی از چالش‌های اساسی و بنیادین پیش‌روی جوامع دینی به شمار می‌آید؛ موضوعی که از آغاز شکل‌گیری نظام‌های بانکی تاکنون همواره مورد توجه و بحث بوده است. این مسئله نه تنها در حوزه نظری بلکه در عرصه عمل نیز، جوامع مؤمن را با دغدغه‌ها و پرسش‌های عمیق روبه‌رو ساخته و همچنان ادامه دارد.

نهاد پیچیده بانک با ساختار چندوجهی و گسترده خود، بارها موضوع کاوش، بررسی و ارزیابی دقیق اندیشمندان و فقهای اسلامی بوده است. این تحلیل‌ها و نقدهای علمی از زوایای گوناگون انجام گرفته و هر بار یکی از ابعاد کارکرد بانکی مورد واکاوی قرار گرفته است. در برخی از این بررسی‌ها، تمرکز اصلی بر ماهیت و چگونگی معاملات ربوی بوده و علما به تجزیه و تحلیل مبانی شرعی این نوع فعالیت‌های مالی پرداخته‌اند.

در موارد دیگر، هدف اصلی نقد و تحلیل، بررسی موقعیت و نقش بانک در چرخه اقتصادی جامعه و تأثیر آن بر ساختار کلی نظام اقتصادی بوده است. همچنین در برخی پژوهش‌ها، محور اصلی مباحث به فرآیند خلق پول بانکی و سازوکارهای آن اختصاص یافته که از منظر فقهی و حقوقی اسلامی مورد بازبینی و نقد قرار گرفته است.

مسئله مالکیت بانک‌ها بر دارایی‌های خود

در میان موضوعاتی که مورد کاوش و تحلیل دقیق قرار گرفته‌اند، می‌توان به مقوله مالکیت بانک‌ها بر دارایی‌هایشان به‌عنوان یکی از محورهای اصلی اشاره کرد. این مسئله به‌ویژه در بانک‌های دولتی پیچیدگی‌ها و ابعاد خاصی پیدا می‌کند.

گروهی از فقها و اندیشمندان اسلامی که مالکیت اشخاص حقوقی را به رسمیت نمی‌شناسند، نسبت به مالکیت بانک‌های دولتی بر دارایی‌هایشان ایرادها و اشکالاتی مطرح کرده‌اند. این نگاه انتقادی و مواضع فقهی، به پیدایش فروع فقهی مهمی منجر شده است که پیامدهای عملی گسترده‌ای در حوزه معاملات بانکی به همراه دارد.

برای نمونه و به‌منظور روشن‌سازی این مسأله، آیت‌الله سیستانی و برخی دیگر از مراجع تقلید در پاسخ به پرسش درباره حکم سپرده‌گذاری در بانک چنین بیان کرده‌اند: «بانک‌ها و مؤسسات دولتی از نظر معظم‌له اموالشان مجهول‌المالک است و تصرف در آن‌ها تنها با اجازه حاکم شرع جایز است. بنابراین، در فرضی که سپرده‌گذار شرط دریافت سود نکند، اگر سودی به او داده شود، معظم‌له اجازه می‌دهند که آن سود مجهول‌المالک را تملک کند، مشروط بر آنکه نصف سود را به فقرا و متدین صدقه دهد.» (سیستانی، ۱۳۹۹).

این فتوا نشان‌دهنده رویکرد خاص و متمایزی است که برخی فقهای معاصر نسبت به ماهیت حقوقی بانک‌های دولتی و شیوه تعامل با آن‌ها اتخاذ کرده‌اند.

مفهوم شخص اعتباری

بانک به‌عنوان یک شخص حقوقی اعتباری (نه حقیقی) از طریق سازوکارهای حقوقی به رسمیت شناخته شده اقدام به خلق پول می‌کند. این فرآیند بر پایه قراردادهای مشخصی همچون عقد قرض، وکالت یا مضاربه میان بانک (شخص اعتباری) و مشتریان (اشخاص

حقیقی یا حقوقی) انجام می‌شود. در فقه امامیه، شخصیت حقوقی بانک به‌عنوان یک «شخص اعتباری» مورد پذیرش قرار گرفته است (موسوی بجنوردی، ۱۳۷۷، ج ۴، ص. ۱۲۹).

اگر بانک را شخصیتی حقوقی مستقل بدانیم، دارایی‌های آن - از جمله سپرده‌ها - به خود بانک تعلق دارد، نه به اشخاص ناشناس. این دیدگاه با نظریه مجهول‌المالک بودن سپرده‌ها در تعارض است؛ زیرا سپرده‌گذاران با عقد قراردادهایی مانند ودیعه یا قرض، مالکیت خود را به بانک منتقل می‌کنند و در مقابل، حقوق قراردادی مشخصی همچون حق برداشت یا دریافت سود به دست می‌آورند.

با توجه به این نکته، در ادامه به مفهوم «شخص اعتباری» و تفاوت‌ها و ارتباط آن با «شخص طبیعی» پرداخته می‌شود.

برای تبیین مفهوم «شخص اعتباری» سه نکته اساسی باید مورد توجه قرار گیرد:

- نخست، در اصطلاح حقوقی «شخص» به موجودی اطلاق می‌شود که صلاحیت دارا بودن حقوق و تکالیف را دارد. اشخاص به دو دسته تقسیم می‌شوند: طبیعی (انسان) و اعتباری. تفاوت مهم این دو آن است که شخص طبیعی دارای شعور و اراده است، در حالی که شخص اعتباری ماهیتی قانونی و اعتباری دارد.
- دوم، تمایز میان «شخص» و «شخصیت» است. «شخص» به موجودی گفته می‌شود که دارنده حقوق است، اما «شخصیت» به صلاحیت دارا شدن حقوق و تکالیف اشاره دارد. برای نمونه، یک شرکت تجاری دارای شخصیت حقوقی است که به آن امکان می‌دهد مانند یک شخص مستقل عمل کند.
- سوم، در تعریف «شخص اعتباری» باید گفت: این مفهوم ناظر بر موجودی است که از اجتماع افراد یا اموال تشکیل شده و دارای حقوق و تکالیفی مستقل از اعضای خود است (شدهان الجعفری، ۱۴۰۳، ص. ۳۹). البته این تعریف کامل نیست، چراکه مواردی مانند موقوفات عمومی را نیز دربرمی‌گیرد که ممکن است از اجتماع افراد خاصی تشکیل نشده باشند.

رابطه شخص طبیعی و شخص اعتباری

رابطه میان شخص طبیعی و شخص اعتباری از چند منظر قابل بررسی است. از یک سو، اشخاص طبیعی بنیان‌گذاران و ایجادکنندگان اشخاص اعتباری‌اند. از سوی دیگر، شخص اعتباری به دلیل نداشتن اراده و شعور مستقل، همواره نیازمند نمایندگان انسانی برای انجام امور خود است.

حدود فعالیت و اختیارات شخص اعتباری نیز توسط اشخاص طبیعی تعیین می‌شود. این تعیین حدود می‌تواند از طریق نهادهایی مانند هیئت امنای مجمع عمومی انجام گیرد. نکته قابل توجه آن است که گاهی یک شخص اعتباری قادر است شخص اعتباری دیگری را ایجاد کند؛ مانند زمانی که دولت یک شرکت دولتی جدید تأسیس می‌کند.

تفاوت‌های شخص طبیعی و شخص اعتباری

تفاوت‌های میان شخص طبیعی و شخص اعتباری متعدد و قابل توجه است. برخی از مهم‌ترین این تفاوت‌ها عبارت‌اند از:

۱) **حقوق خانوادگی:** اموری مانند ازدواج، طلاق و ارث منحصرأ به اشخاص طبیعی اختصاص دارد.

۲) **پایان حیات:** شخص طبیعی با مرگ فیزیکی از میان می‌رود، اما شخص اعتباری با انحلال قانونی یا از بین رفتن شرایط لازم برای ادامه فعالیت زوال می‌یابد.

۳) **شخصیت حقوقی:** شخص طبیعی از لحظه تولد دارای شخصیت است، در حالی که شخص اعتباری نیازمند اعتبار و شناسایی قانونی است.

۴) **صلاحیت‌ها:** شخص طبیعی به تدریج به صلاحیت کامل می‌رسد، اما شخص اعتباری معمولاً از بدو تأسیس دارای صلاحیت کامل است.

۵) **مجازات‌ها:** شخص اعتباری مانند اشخاص طبیعی مجازات بدنی نمی‌شود، ولی می‌توان آن را به پرداخت جریمه، انحلال یا توقف فعالیت محکوم کرد.

۶) **حوزه فعالیت:** فعالیت شخص طبیعی نامحدود است، اما شخص اعتباری صرفأ در چارچوب موضوعاتی که برای آن تأسیس شده است می‌تواند عمل کند.

در این پژوهش تلاش می‌شود نشان داده شود که حتی با فرض عدم مالکیت اشخاص حقوقی نیز نمی‌توان اموال بانک را مجهول‌المالک دانست. یکی از عوامل این برداشت نادرست، بی‌توجهی به نظام خلق پول درون‌بانکی و تصور بانکداری سنتی است. نویسندگان در این نوشتار می‌کوشد با تبیین فرآیند خلق پول درون‌بانکی و بیان تفاوت میان «خلق پول از هیچ» و «خلق پول با ضریب فزاینده» اثبات کند که بر پایه هیچ‌یک از مبانی موجود نمی‌توان اموال بانک را مجهول‌المالک قلمداد کرد.

۱. ماهیت بانک

برای درک دقیق‌تر موضوع، ابتدا باید به تعریف واژه «بانک» پرداخت. بر اساس یک تعریف ابتدایی، بانک نهادی انتفاعی است که با بهره‌گیری از سرمایه خود یا سپرده‌های مشتریان به دنبال کسب سود است و در این مسیر به جمع‌آوری سپرده‌ها، اعطای وام، ارائه اعتبار و انجام انواع خدمات بانکی می‌پردازد (حسن‌زاده، مجتهد، بغدادی، تقی‌زاده حصار، ۱۳۹۶، ص. ۱۲۶).

در تعریفی جامع‌تر، برخی بانک را نهادی اقتصادی معرفی کرده‌اند که مجموعه‌ای از وظایف مهم اقتصادی و مالی را بر عهده دارد. از جمله این وظایف می‌توان به تجهیز منابع و تخصیص اعتبارات، انجام عملیات اعتباری و مالی، خرید و فروش ارز، انتقال وجوه، وصول مطالبات اسنادی، پرداخت سودهای تعلق‌گرفته به سهام مشتریان، پرداخت بدهی‌ها، نگهداری امانات، حفاظت از سهام، اوراق بهادار و اشیای قیمتی مشتریان، و نیز ایفای نقش وکیل مشتریان در انجام امور مختلف اشاره کرد (موسویان و میثمی، ۱۳۹۷، ج ۱، ص. ۷).

برخی پژوهشگران حوزه بانکداری، بانک تجاری را نوعی بنگاه اقتصادی می‌دانند و بر این اساس، اصول و قواعد حاکم بر مدیریت بنگاه‌ها در چارچوب نظام تدبیر شرکتی را بر عملکرد بانک‌های تجاری نیز جاری می‌دانند (میشکین، ۱۳۹۹، ج ۱، ص. ۱۰۳). این گروه، واسطه‌گری مالی را قلب تپنده و محور اساسی تمامی عملیات بانکی تلقی می‌کنند. آنچه در مفهوم واسطه‌گری مالی بانک‌ها مورد تأکید است، توجه به دو بعد مهم است:

الف) تجهیز منابع مالی توسط سپرده‌گذاران.
ب) تخصیص این منابع تجهیز شده به افرادی که متقاضی دریافت تسهیلات هستند (میشکین، ۱۳۹۹، ج ۱، ص. ۱۰۴).

۲. مالکیت بانک

مسئله مالکیت بانک از جمله موضوعاتی است که موجب اختلاف نظر در میان پژوهشگران فقه اسلامی شده است. گروهی از فقها، مالکیت بانک را ذیل فروعات مالکیت اشخاص حقوقی تعریف کرده و بر این باورند که بانک‌های دولتی اساساً فاقد مالکیت مستقل‌اند (خویی، ۱۴۱۰ق، ج ۱، ص. ۲۳۷).

در مقابل، عده‌ای دیگر با پذیرش اصل مالکیت برای اشخاص حقوقی، مالکیت نهاد بانک را نیز امری پذیرفته شده می‌دانند (فیاض، ۱۳۹۲، ص. ۷۴). با این حال، حتی در میان کسانی که نظریه عدم مالکیت یا مالکیت اشخاص حقوقی را پذیرفته‌اند، اجماع روشنی درباره نحوه تملک یا عدم تملک بانک‌ها نسبت به اموالشان وجود ندارد.

به بیان دقیق‌تر، نمی‌توان ادعا کرد هر فقهی که قائل به مالکیت اشخاص حقوقی است، الزاماً نظر ثابتی نسبت به مالکیت بانک و دارایی‌های آن دارد. در این میان، گروهی از فقها بانک را از مصادیق «مجهول‌المالک» دانسته‌اند؛ به این معنا که مالک واقعی اموال بانک مشخص نیست و تصرف در چنین اموالی نیازمند احراز تکلیف شرعی خاص است. در ادامه، برخی از فتاوی صادره در این زمینه مورد اشاره قرار خواهد گرفت.

۱-۲. نظریه مجهول المالک بودن

این گروه از فقها که قائل به عدم مالکیت اشخاص حقوقی هستند، خود به چند دسته تقسیم می‌شوند. دسته نخست، ضمن انکار مالکیت اشخاص حقوقی، مالکیت بانک‌های دولتی را نیز نمی‌پذیرد و مشروعیت تصرف در اموال این بانک‌ها را منوط به اذن حاکم شرع یا نماینده شرعی او می‌داند (خویی، ۱۴۱۰ق، ج ۱، ص. ۴۰۶).

از منظر این دسته، گرفتن وام از بانک همراه با افزایش (ربا) از نظر فقهی جایز نیست؛ با این حال، دریافت مال از بانک نه به عنوان قرض بلکه تحت عنوان «مجهول‌المالک» و

با اذن ولی فقیه یا وکیل شرعی او، جایز دانسته شده است (خویی، ۱۴۱۰ق، ج ۱، ص. ۴۰۶).

گروه دیگری از فقها که همین رویکرد را دنبال می‌کنند، بر این باورند که گرفتن قرض از بانک دولتی اساساً جایز نیست؛ زیرا بانک را مالک مشروع اموال خود نمی‌دانند و در نتیجه، آن را فاقد صلاحیت برای انتقال مال به دیگران تلقی می‌کنند (سیستانی، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص. ۴۳۱).

این گروه برای رفع این اشکال فقهی راه‌حلی ارائه کرده‌اند: شخص می‌تواند اموالی را نه به نیت وام‌گیری، بلکه تحت عنوان «مجهول‌المالک» از بانک دریافت کند؛ البته به شرط رعایت احتیاط و اخذ اجازه از حاکم شرع یا نماینده او (سیستانی، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص. ۴۳۱). از این منظر، سپرده‌گذاری در بانک به شرط دریافت سود نیز صحیح دانسته نمی‌شود. با این حال، اگر فردی با نیت سپرده‌گذاری بدون مطالبه سود، وجهی را به بانک بسپارد و بانک سودی به او پرداخت کند، دریافت این سود با اجازه حاکم شرع یا وکیل او و در قالب مال مجهول‌المالک امکان‌پذیر خواهد بود (سیستانی، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص. ۴۳۱).

بر همین اساس، فقهای مذکور در مورد بانک‌های خصوصی (نهادهای اقتصادی با مالکیت مشترک دولتی و خصوصی) نیز همین قواعد را جاری دانسته و احکام مرتبط با مجهول‌المالک بودن را نسبت به اموال این بانک‌ها مطرح کرده‌اند (سیستانی، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص. ۴۰۷).

آنچه تاکنون بیان شد، ناظر به وضعیت بانک‌های اسلامی است. اما در خصوص بانک‌های غیر اسلامی - اعم از دولتی یا خصوصی - دیدگاه این گروه از فقها متفاوت است. آنان تصریح کرده‌اند که دریافت تسهیلات از چنین بانک‌هایی، اگر نه به قصد قرض باشد، صحیح است و نیازی به اخذ اجازه از حاکم شرع نیز ندارد. با این حال، در موضوع سپرده‌گذاری در این بانک‌ها، همان احکام مربوط به بانک‌های اسلامی جاری است و تفاوتی در حکم شرعی آن مشاهده نمی‌شود (سیستانی، ۱۴۱۵ق، ج ۱، ص. ۴۰۷).

دسته‌ای دیگر از فقها - که مرحوم شهید صدر را می‌توان از برجسته‌ترین نمایندگان این دیدگاه دانست - با وجود پذیرش اصل شخصیت حقوقی، اموال بانک‌های دولتی را در نهایت در حکم «مجهول‌المالک» تلقی کرده‌اند.

استدلال این گروه را می‌توان در چند محور خلاصه کرد:

- (۱) پذیرش صحت مالکیت برای اشخاص حقوقی.
- (۲) اثبات وجود ذمه برای این اشخاص.
- (۳) قبول امکان انجام معامله با اشخاص حقوقی؛ به این معنا که حتی با پذیرش شخصیت حقوقی، تحقق معامله مستلزم وجود ولی برای آن شخصیت است. در اینجا پرسش مهمی مطرح می‌شود: آیا در نظام بانکی، نماینده‌ای وجود دارد که بتوان او را ولی شرعی بانک دانست و مشتریان معامله با او را مشروع تلقی کنند؟

شهید صدر در پاسخ به این پرسش‌ها، مالکیت اشخاص حقوقی را امری بدیهی و مسلم دانسته و معتقد است که سیره عقلا دلیل قاطعی بر اثبات این مالکیت به شمار می‌رود. به نظر او، عدم رد این سیره توسط شارع، به معنای امضای آن است. وی همچنین بر این باور است که امضای شارع محدود به مصادیق موجود در زمان صدور شریعت نیست، بلکه قابلیت تسری به مصادیق جدید را نیز دارد (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۲).

در گام بعد، وی وجود ذمه برای اشخاص حقوقی را نیز بر پایه همان سیره عقلایی تأیید کرده و آن را امری مسلم دانسته است (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۴). اما در خصوص شرط سوم، یعنی صحت معامله، شهید صدر بیان کرده است که چون دولت یک شخص حقیقی و آگاه محسوب نمی‌شود، برای اعتبار شرعی معاملات آن وجود یک ولی شرعی ضروری است. این ولی ممکن است به‌طور خاص، مانند اهل‌بیت (ع)، یا به‌طور عام، مانند فقیه جامع‌الشرایط، از سوی شارع مأذون باشد (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۵).

بر پایه این دیدگاه، معامله با حکومت غیرشرعی همانند معامله با مال یتیم بدون متولی است و صحت چنین معامله‌ای منوط به وجود امام معصوم (ع) یا مجتهد عادل به‌عنوان نماینده شرعی خواهد بود (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۶).

بنابراین، از دیدگاه شهید صدر نه قرض دادن (سپرده‌گذاری) و نه قرض گرفتن (سرمایه‌گذاری) با حکومت غیرشرعی صحیح نیست. دلیل عدم صحت سپرده‌گذاری، نبود متولی شرعی است؛ زیرا اگر فرد بخواهد قرض خود را پس بگیرد، در حقیقت مال حکومت غیرشرعی را بازپس گرفته است.

همچنین، دلیل عدم صحت سرمایه‌گذاری آن است که صحت آن منوط به شرایط زیر است:

(۱) ولی شرعی وجود ندارد.

(۲) اموال موجود در اختیار حاکمان جور غالباً از طرق نامشروع به دست آمده است. بنابراین، حتی در فرض پذیرش مالکیت اشخاص حقوقی، این مالکیت تنها در اموالی محقق می‌شود که قابلیت مالکیت داشته باشند. اگر مال از راه نامشروع تحصیل شود، طبعاً تفاوتی میان اشخاص حقیقی و حقوقی در عدم مالکیت وجود نخواهد داشت (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۶).

بنابراین، بر اساس نظر شهید صدر، از آن‌جا که تحصیل این اموال برای حکومت‌ها از طرق نامشروع صورت می‌گیرد، اموال بانک‌های دولتی نیز نامشروع بوده و دریافت تسهیلات از این بانک‌ها جایز نیست. در نتیجه، اموالی که مشتریان بانک‌های دولتی در حکومت‌های غیر اسلامی دریافت می‌کنند، همان حکم اموالی را دارد که از حکومت‌های غیرشرعی - به جز از طریق بانک - دریافت می‌شود (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۷).

شهید صدر در ادامه، در بررسی حکم شرعی اموالی که از حکومت‌های نامشروع دریافت می‌شود، چنین بیان کرده است: اگر احتمال داده شود که مال دریافتی از اموالی باشد که حکومت از کفار گرفته است، و فرد دریافت‌کننده نخستین کسی باشد که آن مال را تحویل می‌گیرد، در این صورت اصل «عدم تملک» جاری می‌شود و او مجاز به تملک آن مال نخواهد بود.

اما اگر شخص به‌طور اجمالی علم داشته باشد که بخشی از این اموال متعلق به مسلمانان است، در این حالت اصل «عدم تملک» جاری نمی‌شود و حکم «مجهول‌المالک» بر این اموال مترتب خواهد شد (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۷).

نکته مهم در آرای شهید صدر آن است که تمامی این مباحث را درباره بانک‌های دولتی در حکومت‌های غیر اسلامی مطرح کرده است؛ در حالی که در مورد بانک‌های دولتی در نظام‌های اسلامی، سرمایه‌گذاری و سپرده‌گذاری را بی‌اشکال و مشروع دانسته است (صدر، ۱۴۳۱ق، ص. ۳۸۷).

از مجموع دیدگاه‌های این فقیه برجسته چنین برمی‌آید که دلیل مجهول المالك دانستن اموال بانک‌ها، در حقیقت به این سبب است که نمی‌توان علم تفصیلی نسبت به مشروعیت ساختار تملک اشخاص حقوقی در نظام‌های غیر اسلامی داشت. در نتیجه، روشن می‌شود که فقہایی که قائل به مجهول المالك بودن سپرده‌های بانکی‌اند، خود به دو دسته تقسیم می‌شوند:

- گروه نخست این دیدگاه را به این دلیل پذیرفته‌اند که اساساً به مالکیت اشخاص حقوقی باور ندارند؛ از این‌رو، میان دولت شرعی و غیرشرعی تفاوتی قائل نمی‌شوند.
- گروه دوم، دلیل این حکم را فقدان ولی شرعی برای نهاد بانکی می‌دانند؛ بنابراین، این حکم ویژه حکومت‌های غیرشرعی خواهد بود (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۶۶).

ناگفته نماند که پذیرش نظریه عدم مالکیت برای بانک‌ها پیامدهای فقهی قابل توجهی دارد که برخی از مهم‌ترین آن‌ها به شرح زیر است:

- (۱) سپرده‌گذار در حکم متلف اموال خویش محسوب می‌شود؛ بنابراین، از نگاه شرعی چنین تلقی می‌شود که مال او از بین رفته است.
- (۲) اگر فردی از بانک تسهیلات دریافت کند، این اقدام از منظر قرض صحیح نیست؛ اما از جهت دریافت مال مجهول المالك - با رعایت شرایط آن - بلااشکال خواهد بود.
- (۳) اگر همان فرد بخواهد سپرده‌های خود را بازپس بگیرد، آن اموال نیز در حکم مجهول المالك خواهد بود.

- (۴) در فرض مجهول المالك بودن اموال، هر فرد مستحق - همچون فقیری که کارمند بانک است - می‌تواند از این اموال بهره‌مند شود. برای نمونه، در صورت نیاز مجاز است از اموال حساب‌های دیگران استفاده کند.
- (۵) اموالی که فرد از بانک یا دولت دریافت می‌کند، در صورتی که در حکم مجهول المالك باشند، باید به عنوان صدقه پرداخت شوند (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۷۲).

۲-۲. نظریه عدم مجهول المالك

در برابر دیدگاه مشهور درباره مجهول المالك بودن اموال بانکی، برخی فقیهان معاصر نظر دیگری ارائه کرده‌اند. گروهی به صراحت اعلام کرده‌اند که انجام معاملات و دریافت اموال از بانک - چه دولتی و چه خصوصی - در کشور اسلامی بدون هیچ اشکال شرعی جایز است (سند، ۱۴۳۵ق، ج ۱، ص. ۴۵۹). این دسته همچنین دریافت سود بانکی را، مادامی که شرط نشده باشد، مجاز دانسته و دلیل خود را به روایاتی مانند «لَكَ الْمَهْنُ وَ عَلَيْهِ الْوَزْر» مستند کرده‌اند (سند، ۱۴۳۵ق، ج ۱، ص. ۴۵۹).

برخی دیگر از اندیشمندان با تبیین تفاوت میان «مجهول المالك» و «لقطه» تصریح کرده‌اند که هر مالی که صاحب آن مشخص نباشد و در معرض نابودی قرار گیرد، لقطه است؛ اما اگر مال در وضعیت ضیاع و اتلاف نباشد، حکم آن مجهول المالك خواهد بود. برای نمونه، جاماندن لباسی در رختکن مصداق مجهول المالك است نه لقطه؛ زیرا در تحقق عنوان لقطه، وجود عنصر ضیاع شرط است.

به همین ترتیب، اموال توقیفی یا اموالی که از سارقان گرفته می‌شود، در حکم مجهول المالك‌اند، نه لقطه (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۱۶). بر همین اساس، با توجه به اینکه محقق ایروانی «ضیاع» را شرط تحقق لقطه می‌داند، نمی‌توان اموال دولت و بانک را تحت عنوان لقطه بررسی کرد (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۱۹).

پیش از تحلیل موضوع مجهول المالك بودن اموال، شناخت حکم آن ضروری است. محقق ایروانی در این باره می‌نویسد: در مورد اموال مجهول المالك، واجب است تا رسیدن به مرحله یأس از یافتن مالک، در پی شناسایی او بود. این حکم برخلاف «لقطه» است

که مدت جست‌وجو در آن به یک سال محدود می‌شود و پس از آن یا باید صدقه داده شود یا با ضمانت مالک حفظ گردد (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۱۹).

وی همچنین تصریح می‌کند که در صدقه‌دادن مال مجهول‌المالك، گرفتن اجازه از حاکم شرع الزامی نیست؛ زیرا به باور او، آگاهی حاکم صرفاً در امور کلی است و در مصادیق و موارد جزئی بر دیگران برتری ندارد. با این حال، از باب احتیاط، کسب اجازه را ترجیح می‌دهد (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۴۳).

یکی از نکات قابل تأمل در سخنان وی آن است که تحقق یأس از یافتن مالک برای صدقه‌دادن کافی است، حتی اگر این یأس بدون فحص قبلی حاصل شود (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۵۳). او در ادامه اظهار می‌دارد که هرچند می‌توان مالکیت دولت و بانک را پذیرفت، اما ایراد از جهت فقدان نماینده شرعی برای انجام معاملات بانکی همچنان باقی خواهد بود. به بیان دیگر، مشکل در ولایت شرعی است نه در اصل مالکیت (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۶۴).

در تحلیل‌های جدید، برخی از فقیهان معاصر با تفکیک میان مالکیت بانک و دولت، دیدگاه رایج درباره مجهول‌المالك بودن اموال بانکی را نقد کرده‌اند. به باور آنان، نباید میان بانک و حکومت رابطه تساوی برقرار کرد؛ به این معنا که عدم مالکیت دولت دلیلی بر عدم مالکیت بانک نیست و باید میان این دو تفاوت قائل شد (فیاض، ۱۳۹۲، ص. ۵۱). این محقق توضیح می‌دهد که مالکیت حکومت مشروط به تحقق یکی از دو شرط است:

۱) داشتن وکالت از سوی مردم؛

۲) داشتن ولایت بر مردم.

و چون هیچ‌یک از این دو شرط در حکومت‌های غیرشرعی محقق نمی‌شود، نمی‌توان آن را مالک دانست. در مقابل، بانک برای تحقق شخصیت حقوقی و تملک نیازی به این دو شرط ندارد؛ زیرا می‌تواند به‌طور مستقل و بدون اتکا به ولایت یا وکالت، مالک اموال گردد (فیاض، ۱۳۹۲، ص. ۵۲).

بر پایه این دیدگاه، بانک ودایع مردم را به وجه ضمان تملک می‌کند، نه به عنوان امانت صرف. در نتیجه، مالی که از بانک گرفته می‌شود مجهول‌المالک نیست، بلکه ملک گیرنده است و بانک آن را با ضمان به او منتقل کرده است (فیاض، ۱۳۹۲، ص. ۵۳).

ایشان در ادامه استدلال می‌کند که تنها زمانی می‌توان اموال را مجهول‌المالک دانست که مالکیت سپرده‌گذاران نسبت به آن اموال همچنان معتبر فرض شود؛ حال آنکه در نظام بانکی چنین فرضی پذیرفته نیست (فیاض، ۱۳۹۲، ص. ۵۳).

با این حال، برخی از فقیهان معاصر با این تفکیک موافق نیستند. آنان بر این باورند که بانک و دولت در چنین نظامی از یکدیگر جدا نیستند و تمایز میان آن‌ها بی‌وجه است؛ زیرا در فرض نپذیرفتن شخصیت حقوقی برای بانک، دلیلی قابل قبول برای مالکیت آن وجود ندارد و برای متصدیان آن نیز ولایت شرعی فرض نشده است (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۶۸).

ایروانی در نهایت چنین نتیجه می‌گیرد که نمی‌توان اموال بانک را مجهول‌المالک دانست؛ زیرا عنوان مجهول‌المالک صرفاً در مورد اموالی کاربرد دارد که مالک آن ناشناخته است یا رضایت او برای تصرف محرز نیست. اما درباره سپرده‌های بانکی، نه تنها مالکیت اشخاص حقیقی محفوظ است، بلکه رضایت آنان نسبت به تصرف نیز وجود دارد. بنابراین، در این حالت اساساً عنوان مجهول‌المالک صادق نیست. این استدلال با مراجعه به روایات باب مجهول‌المالک نیز قابل تأیید است (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۹۸).

این محقق برای تأیید نظر خود شواهدی ارائه کرده است که برخی از آن‌ها عبارت‌اند از:

- از منظر فقه حکومتی و نظام‌مند، نمی‌توان پذیرفت که اسلام نهادی اقتصادی به بزرگی بانک را به رسمیت بشناسد اما اموال آن را فاقد مالک بداند.
- تعلیق صحت تصرفات بانکی بر اخذ اذن فقیه، امری دشوار و غیرعملی است.
- حتی اگر اذن عام فقیه نیز معتبر باشد، تا زمانی که اصل مجهول‌المالک بودن اموال محل تردید است، چنین اذنی بی‌فایده خواهد بود.
- وجود حکومت‌های اسلامی در دوران ائمه (ع) با فرض اینکه دولت‌ها مالک نبوده‌اند، سازگار نیست.

- پیامدها و مشکلات عملی ناشی از پذیرش نظریه مجهول المالك بودن، خود دلیلی بر نادرستی این نظریه است (ایروانی، ۱۳۸۱، ص. ۹۹).

۲-۱. نقد نظریه مجهول المالك بودن

چنان‌که پیش‌تر بیان شد، قائلان به مجهول المالك بودن اموال بانک‌ها بر دو مبنای اصلی تکیه کرده‌اند: نخست، انکار اصل مالکیت اشخاص حقوقی؛ و دوم، فقدان ولایت شرعی برای متصدیان بانکی. تفاوت این دو رویکرد نیز پیش‌تر تبیین شد.

آنچه در اینجا شایسته تأمل است اینکه حتی در فرض پذیرش هر یک از این مبانی و انکار مالکیت بانک و عدم مشروعیت تصرفات آن، باز هم اطلاق عنوان «مجهول المالك» بر اموال بانکی محل اشکال خواهد بود. به بیان دیگر، صرف عدم مالکیت شرعی یا صحیح نبودن تصرف بانک به تنهایی موجب تحقق عنوان «مجهول المالك» نمی‌شود؛ زیرا این عنوان ناظر به اموالی است که مالک آن ناشناخته باشد یا دسترسی به او ممکن نباشد، نه صرفاً مواردی که در آن تصرف غیر مشروع صورت گرفته است. بنابراین، حتی اگر به دلایلی مانند عدم پذیرش شخصیت حقوقی یا فقدان ولی شرعی، معاملات بانکی را فاسد و تصرفات آن را غیر معتبر بدانیم، باز هم نمی‌توان بر پایه قواعد فقهی و ادله باب مجهول المالك، حکم به مجهول المالك بودن این اموال داد.

۳. تعریف مجهول المالك

نخستین نکته‌ای که در تحلیل این موضوع باید مورد توجه قرار گیرد، تبیین دقیق مفهوم «مجهول المالك» است. در ادبیات فقهی، «مجهول المالك» به مالی گفته می‌شود که مالک آن نامعلوم است، اما خود مال در معرض تلف و تباهی قرار نگرفته باشد. در همین چارچوب، تمایز میان «مجهول المالك» و «لقطه» نیز بر پایه عنصر تباهی مطرح شده است (مرعی، ۱۴۱۳ق، ص. ۱۸۴).

در ماده ۲۸ قانون مدنی نیز چنین آمده است: «اموال مجهول المالك با اذن حاکم یا مأذون از سوی او به مصارف فقرا می‌رسد.» بر این اساس، مال مجهول المالك مالی است که پیش‌تر در مالکیت شخص خاصی بوده، اما در زمان حاضر هویت مالک آن پوشیده و ناشناخته است.

از منظر قوانین و مقررات، مطابق ماده ۱۱ قانون ثبت مصوب ۱۳۱۰، اگر نسبت به اموالی که در اعلام ثبت عمومی درج شده‌اند تقاضای ثبت صورت نگیرد، در آگهی نوبتی تحت عنوان «مجهول‌المالک» معرفی می‌شوند.

برخی صاحب‌نظران نیز مال مجهول‌المالک را چنین تعریف کرده‌اند: مالی که قبلاً در اختیار مالک مشخصی بوده، اما نه اعراض مالک از آن مسلم است و نه عدم اعراض او به‌طور قطعی قابل احراز است؛ در عین حال، به دلایلی شناسایی مالک ممکن نیست (امامی، ۱۳۵۷، ج ۱، ص. ۳۸).

گروهی دیگر در تعریف این عنوان فقهی بیان کرده‌اند که مال مجهول‌المالک مالی است که دارای مالک مشخصی است، اما به دلایلی مانند فقدان امکان شناسایی یا عدم دسترسی، یافتن مالک آن در عمل ممکن نمی‌شود (کاتوزیان، ۱۴۰۱، ص. ۸۲).

علاوه بر این، در ماده ۳ قانون تأسیس «سازمان جمع‌آوری و فروش اموال تملیکی» و اساسنامه آن مصوب ۱۳۷۰/۱۰/۲۴ آمده است: «اموال مجهول‌المالک و بلاصاحب - به استثنای اموال قاجاق بلاصاحب، اموال با صاحب متواری، ارث بلاوارث، و همچنین اموالی که از باب تخمیس، خروج از ذمه یا اجرای اصل چهل‌ونهم قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران و سایر قوانین در اختیار ولی فقیه (حاکم) قرار می‌گیرد - با اذن کلی ایشان در اختیار این سازمان قرار می‌گیرد.»

۳-۱. تفاوت مجهول‌المالک با مفاهیم مشابه

مفهوم «مجهول‌المالک» از نظر معنایی به مفاهیمی مانند «لقطه» نزدیک است؛ از این رو، برای درک بهتر آن اشاره به تفاوت‌های این دو ضروری به نظر می‌رسد:

۱) مال مجهول‌المالک معمولاً از طریق نوعی معامله حاصل می‌شود؛ در حالی که

برای تحقق لقطه، صرف پیدا کردن مال گمشده در مکان عمومی کفایت می‌کند.

۲) لقطه در واقع بخشی از اقسام مال مجهول‌المالک به‌شمار می‌آید؛ به بیان دیگر،

عنوان «مجهول‌المالک» مفهومی عام‌تر از «لقطه» است.

۳) در مورد اموال مجهول‌المالک، مالکیت صاحبان آن همچنان محفوظ است؛

هرچند هویت آنان ناشناخته باشد، اما اصل مالکیت ایشان ساقط نمی‌شود. در

مقابل، در برخی اموال عمومی یا اموال عام اصولاً مالک خاصی وجود ندارد (صدر، ۱۴۳۱ق، ج ۵، ص. ۳۳).

از سوی دیگر، تفاوت میان مفهوم «مظالم» و «مجهول المالك» نیز قابل توجه است. برخی فقیهان، مال مجهول المالك را چنین تعریف کرده‌اند: «مال معین و موجود در خارج که صاحب آن ناشناخته باشد و در عین حال لقطه نباشد.» بر اساس این تعریف، می‌توان تفاوت میان دو عنوان «مجهول المالك» و «مظالم» را روشن ساخت.

- بر پایه دو تعریف نخست از مظالم، دامنه آن گسترده‌تر از مجهول المالك است؛ زیرا هم اموال موجود را دربرمی‌گیرد و هم اموال تلف‌شده‌ای را که به ذمه آمده‌اند، چه صاحب آن‌ها شناخته‌شده باشد و چه ناشناخته. در این صورت، نسبت میان مظالم و مجهول المالك «عموم و خصوص مطلق» خواهد بود.
- بر اساس تعریف سوم، مظالم تنها شامل اموال تلف‌شده‌ای است که بر ذمه آمده‌اند و به اموال موجود خارجی تعلق نمی‌گیرد. در نتیجه، نسبت میان این دو عنوان «تباین» خواهد بود.
- طبق تعریف چهارم، مظالم و مجهول المالك کاملاً منطبق‌اند و تفاوت ماهوی با یکدیگر ندارند.
- نهایتاً، بر پایه تعریف پنجم، مظالم اخص از مجهول المالك است؛ زیرا در این تعریف، مظالم تنها شامل اموالی می‌شود که از راه حرام به دست آمده باشند، در حالی که مجهول المالك شامل هر مال معین و موجودی در خارج است که مالک آن ناشناخته باشد، چه از طریق مشروع حاصل شده باشد و چه نامشروع.

برای مثال، لباسی که باد آن را به خانه شخصی آورده است، گرچه مالک آن شناخته‌شده نیست، اما از مصادیق مجهول المالك به شمار می‌آید، نه مظالم.

۳-۲. ضابطه مجهول المالك

برخی از محققان معاصر، ضابطه مال مجهول المالك را چنین بیان کرده‌اند: مالک آن نه به نام و هویت و نه به مکان شناخته نمی‌شود، به گونه‌ای که هیچ راهی برای دستیابی به او وجود ندارد (سیفی مازندرانی، ۱۴۳۶ق، ص. ۳۹۳).
برخی از مصادیق مال مجهول المالك را می‌توان اموال ربوی، اموال دزدی، مال قمار و اموال غصبی دانست.

۳-۳. تحلیل نظر محقق خویی و شهید صدر در مجهول المالك بودن

آیت‌الله خویی و شاگردان ایشان کلیت مالکیت بانک را نپذیرفته‌اند و از این جهت اموال بانک را «مجهول المالك» دانسته‌اند (خویی، ۱۴۱۰ق، ج ۱، ص. ۱۵۸). از منظر ایشان، با توجه به عدم پذیرش شخصیت حقوقی، نه بدهکاری بانک‌ها پذیرفتنی است و نه طلبکاری آن‌ها؛ بنابراین، همه تصرفات بانکی به طور مطلق غیر صحیح تلقی می‌شود.
در مقابل، شهید صدر اصل مالکیت حقوقی را قبول دارد، اما مالکیت بانک‌های دولتی در کشورهای غیراسلامی را به دلیل فقدان ولی شرعی نپذیرفته است.
نکته مهمی که باید به آن پرداخت این است که فارغ از پذیرش یا عدم پذیرش مالکیت اشخاص حقوقی، آیا حکم به مجهول المالك دانستن اموال بانک‌ها صحیح است؟ این دیدگاه عمدتاً بر نظریه «واسطه‌گری مالی» استوار است. در این رویکرد، اموالی که به بانک تحویل داده یا به تملیک آن درآمده است، به گونه‌ای تلقی می‌شود که صاحبان آن‌ها ناشناخته‌اند.

اما پرسش اصلی آن است که آیا وصف «مجهول» بر مشتریان بانک صدق می‌کند یا خیر؟ از منظر نظام خلق پول، اگر بپذیریم بانک خود را بدهکار می‌داند، در این صورت اساساً مجهولیتی در کار نخواهد بود. اما اگر بدهکاری اشخاص حقوقی را نپذیریم، تصرفات و معاملات بانکی نه به مجهول المالك تبدیل می‌شود، بلکه به طور کلی باطل خواهد بود.

۳-۴. نظر مشورتی اداره حقوقی

در نظریه مشورتی اداره حقوقی نیز ذیل ماده ۲۸ قانون مدنی آمده است: «ماده ۲۸ قانون مدنی، ماده اول قانون راجع به اموال بلاصاحب مصوب ۱۳۱۳ و ماده ۲ نظام‌نامه مصوب ۱۳۱۲، ناظر به اموالی است که مجهول‌المالك بودن آن‌ها مطابق مقررات محرز شده باشد و تشخیص صاحب مال ممکن نباشد؛ در صورتی که وجوه مورد بحث متعلق به اشخاصی است که با بانک طرف حساب و ارتباط بوده و پس از مراجعه اشخاص مزبور، بانک مکلف به پرداخت است. بنابراین، اموالی که هویت و نشانی صاحبان آن‌ها معلوم است از مصادیق اموال مجهول‌المالك و بلاصاحب به شمار نمی‌آید. دادسرا می‌تواند با مراجعه به نشانی صاحبان دفاتر پس‌انداز پیدا شده - که در بانک موجود است - مراتب را به آنان اطلاع دهد یا دفاتر مذکور را در اختیار بانک قرار دهد و این وظیفه را به بانک محول کند» (نظریه مشورتی شماره ۷/۱۹۵۵ مورخ ۱۳۶۰/۰۷/۰۸).

و نیز در جای دیگر آمده است: «اموال مجهول‌المالك اموالی است که قبلاً در مالکیت اشخاص بوده و اعراض از آن‌ها مسلم نیست یا عدم اعراض از آن‌ها محقق است، ولی به دلیلی مالک آن شناخته نمی‌شود. علی‌هذا نسبت به هر مالی که این تعریف بر آن صدق کند، آن مال مجهول‌المالك محسوب می‌شود و مقررات اموال مجهول‌المالك درباره آن باید اعمال گردد. تشخیص این امر نیز بر عهده مراجع مربوط است.

التهایه، در مواردی که حقوق قانونی به اموال مجهول‌المالك تعلق گرفته باشد، حقوق مذکور باید ابتدا استیفا شود و سپس مقررات اموال مجهول‌المالك در مورد آن اعمال گردد» (نظریه مشورتی شماره ۷/۳۳۵۵ مورخ ۱۳۶۱/۰۹/۰۶).

بر این اساس، همان‌گونه که در نظریه مشورتی اداره حقوقی نیز به‌صراحت بیان شده است، نمی‌توان اموال بانک را مجهول‌المالك دانست؛ زیرا ملاک مجهول‌المالك بودن، عدم دسترسی به صاحب مال است، در حالی که در نظام بانکی این امر به‌طور کامل محقق است. بنابراین، حتی اگر بانک را دارای شخصیت حقوقی بدانیم ولی قائل به عدم مالکیت آن شویم، باز هم نمی‌توان اموال موجود را مجهول‌المالك به شمار آورد.

۴. تحليل مالکيت بانک بر اساس خلق پول

در مورد نظام بانکی چند دیدگاه مطرح است:

(۱) دیدگاه واسطه‌گری مالی: در این نگاه سنتی، رابطه‌ای مستقیم میان پس‌انداز، سپرده‌گذاری و دارایی بانک وجود دارد.

(۲) دیدگاه ضریب فزاینده: در این روش منابع مالی میان مردم، بانک و بانک مرکزی بدون محدودیت خاصی در گردش است. در این چارچوب، هر بانک تنها زمانی می‌تواند وام بدهد که پیش‌تر پول پر قدرت بانک مرکزی را در قالب ذخایر یا موجودی نقد جذب کرده باشد. سپس بانک‌ها با تکرار وام‌دهی همان مقادیر اولیه تزریق‌شده، می‌توانند پول گسترده خلق کنند و بدین ترتیب پول در شبکه بانکی شکل می‌گیرد.

(۳) دیدگاه خلق پول: در این رویکرد، وقتی سرمایه‌گذار به بانک مراجعه و درخواست وام می‌کند، بانک با افتتاح یک حساب سپرده، خود را هم‌زمان بدهکار و طلبکار می‌سازد. در واقع، طلبکار و بدهکار یکی هستند و نقش واسطه‌گری در این حوزه اعمال نمی‌شود (کميجانی، ابريشمی و روحانی، ۱۳۹۷، صص. ۲-۵).

از مجموع مباحث پیشین روشن می‌شود که آنچه تاکنون درباره مالکیت یا عدم مالکیت بانک‌ها بیان شده، عمدتاً بر اساس همان دیدگاه سنتی واسطه‌گری مالی بوده است. در نگاه مشهور فقیهان، بانک نهادی مالی و واسطه‌ای میان سپرده‌گذار و سرمایه‌گذار تلقی می‌شود. بر همین اساس، تلاش شده است برای مالکیت بانک بر سپرده‌های موجود توجیه فقهی ارائه شود تا اخذ این اموال از سوی بانک‌ها موجه جلوه کند.

در این میان، گروهی بانک را «مجهول‌المالک» دانسته و اذن فقیه را برای تصرف در آن لازم می‌شمارند؛ گروهی دیگر حکم به وجوب صدقه داده‌اند؛ و برخی نیز میان بانک‌های اسلامی و غیر اسلامی تفصیل قائل شده‌اند. در نهایت، مسئله مالکیت یا عدم مالکیت بانک به‌طور مستقیم به پذیرش یا عدم پذیرش مالکیت اعتباری اشخاص حقوقی گره خورده و از همین زاویه مورد تفصیل قرار گرفته است.

به نظر می‌رسد غفلت از قدرت خلق پول درونی بانک‌ها - چه به صورت ضریب فزاینده و چه به صورت خلق مستقیم پول - موجب شده است که برخی تحقیقات علمی از مسیر اصلی خود منحرف شوند. در این بخش تلاش می‌شود با تحلیلی مختصر، دیدگاه صاحب‌نظران در مورد خلق پول بررسی و سپس بر مفهوم «مجهول‌المالک» تطبیق داده شود. در این صورت روشن خواهد شد که آیا بر این مبنا، حکم به مجهول‌المالک بودن اموال و سپرده‌ها منطقی است یا خیر.

برخی پژوهشگران معاصر خلق پول را چنین تعریف کرده‌اند: روندی که طی آن نقدینگی یک کشور یا یک منطقه پولی افزایش می‌یابد. در این فرایند، بانک مرکزی و شبکه بانکی نقش اساسی دارند؛ به گونه‌ای که بانک مرکزی از طریق گسترش پایه پولی و بانک‌ها با اعطای تسهیلات، به خلق پول اقدام می‌کنند (موسویان و میثمی، ۱۳۹۶، ج ۲، ص. ۳۱۲).

خلق پول به دو نوع تقسیم می‌شود:

- ۱) خلق پول از طریق انبساط پایه پولی، که اصطلاحاً «خلق پول بیرونی» نام دارد.
- ۲) خلق پول شبکه بانکی از طریق ضریب فزاینده، که «خلق پول درونی» خوانده می‌شود (موسویان و میثمی، ۱۳۹۶، ج ۲، ص. ۳۱۲).

خلق پول از موضوعاتی است که در نگاه بسیاری از فقیهان کمتر مورد توجه قرار گرفته است. با این حال، مرحوم شهید صدر در دو اثر خود، الاسلام یقود الحیاه و البنک اللاربوی، نکاتی را مطرح کرده که نشان‌دهنده توجه او به این مسئله است. وی در مورد نخست چنین آورده است:

جایز نیست ذمه فردی با مالی از طریق قرض مشغول شود در حالی که آن مال در خارج به طور واقعی اقباض نشده باشد؛ زیرا قبض و اقباض شرط تحقق عقد قرض است. بر همین اساس، معامله اوراق مالی که در جوامع لیبرالی رایج است، باطل خواهد بود. در این نوع معاملات، فرصتی برای فرد فراهم می‌شود تا تعهداتی معادل چندین برابر دارایی واقعی خود صادر کند و آن را به دیگران قرض دهد؛ با این استدلال که همه طلبکاران در یک زمان واحد برای دریافت پول خود مراجعه نخواهند کرد. هر بدهکاری

که به این شیوه با اوراق مالی معامله کند، به جای آنکه مال حقیقی از سرمایه خود یا از بانک برداشت نماید، اموال خویش را به صورت صوری چند برابر می سازد (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۴۷).

در جای دیگری، شهید صدر در پاسخ به این پرسش که آیا بانک می تواند اعتباری بیش از دارایی خود خلق کند (ضریب فزاینده)^۱، می فرماید: اگر این خلق بر اساس سبب شرعی باشد، بدون اشکال است. سپس در توضیح این سبب شرعی بیان کرده است: خلق پول می تواند به شیوه های مختلف تحقق یابد:

- ۱) قرض بانکی مستقیم: افراد مختلف به بانک مراجعه و درخواست قرض می کنند. بانک بر اساس پایه سپرده موجود، و با این فرض که سپرده گذاران هم زمان به بانک مراجعه نخواهند کرد، همان سپرده را به چند نفر قرض می دهد.
- ۲) قرض با سپرده گذاری مجدد: فردی به اندازه سپرده موجود از بانک قرض می گیرد، اما این پول را به طلبکاران خود می پردازد. طلبکار پس از دریافت مبلغ، آن را نزد بانک به ودیعه می گذارد. در نتیجه، گرچه بر پایه همان سپرده اولیه است، حجم سپرده های موجود در بانک دو برابر می شود. حال اگر شخص ثالثی برای دریافت قرض مراجعه کند، بانک از همین موجودی به او وام می دهد.
- ۳) پذیرش حواله های بدون پشتوانه: دو حواله به بانک ارائه می شود، در حالی که پشتوانه ای از سپرده نزد بانک وجود ندارد. بانک با این فرض که این دو حواله به طور هم زمان نقد نخواهند شد، هر دو دین را می پذیرد و خود را به آنها بدهکار می کند، در حالی که موجودی واقعی بانک کمتر از مجموع تعهدات است.

پس از بیان حالات، شهید صدر می فرماید: حالت نخست (قرض) باطل است و دو حالت دیگر صحیح اند. دلیل بطلان حالت اول آن است که یکی از شروط صحت قرض

۱. به تأثیر افزایشی اشاره دارد که یک تغییر اولیه در مخارج (مثلاً سرمایه گذاری یا مصرف) بر درآمد کل اقتصاد می گذارد. این مفهوم نشان می دهد که چگونه یک هزینه اولیه میتواند منجر به رشد بیشتر درآمد ملی شود، زیرا درآمد ایجاد شده دوباره خرج می شود و چرخه اقتصادی را تقویت می کند (Mankiw, 1399, P. 346)

«قبض» است و در حالت نخست قبض محقق نمی‌شود. اما در حالت دوم قبض تحقق می‌یابد، و در حالت سوم موضوع «قبول حواله» است نه قرض؛ بنابراین بی‌اشکال خواهد بود (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

آنچه مسلم است این است که در نظام بانکداری روز دنیا، نگاه سنتی واسطه‌گری مالی جای خود را به خلق پول داده است. با این حال، در این که «خلق پول از هیچ» یا «ضریب فزاینده» در بانکداری مدرن جهان اجرا می‌شود، میان کارشناسان اقتصاد اختلاف نظر وجود دارد.

برخی از کارشناسان عملکرد بانک‌ها را بر اساس نظریه ضریب فزاینده تحلیل کرده‌اند (موسویان، ۱۳۹۶، ص. ۱۵۹). در مقابل، برخی دیگر بر نادرستی این دیدگاه تأکید دارند (کمپجانی، ابریشمی و روحانی، ۱۳۹۷). قائلان به نظریه خلق پول، برای اثبات مدعای خود و نقد ضریب فزاینده بیان کرده‌اند که بانک‌ها برای وام‌دهی نیازمند ذخایر هستند؛ از همین رو، بانک مرکزی می‌تواند با محدود کردن سطح ذخایر، میزان وام‌دهی را کنترل کند (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

ساموئلسون^۲ می‌گوید: «هر بانکدار به‌خوبی می‌داند که نمی‌تواند پولی را که در اختیار ندارد سرمایه‌گذاری کند» (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

در نقد این دیدگاه بیان شده است که بانک در زمان اعطای وام باید به‌طور هم‌زمان دو طرف ترازنامه خود را منبسط کند: در سمت دارایی‌ها، وام جدید ثبت می‌شود و در سمت بدهی‌ها، سپرده‌ای جدید متعلق به وام‌گیرنده به‌عنوان بستانکار قید می‌گردد. بنابراین، بانک دقیقاً پولی را که در اختیار نداشته سرمایه‌گذاری می‌کند؛ زیرا پول سرمایه‌گذاری شده بدهی خود بانک است، نه پول خلق‌شده توسط بانک مرکزی (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

از این رو بهتر است چنین بیان شود: وقتی سرمایه‌گذار به بانک مراجعه و درخواست وام می‌کند، بانک با افتتاح یک حساب سپرده، خود را بدهکار می‌سازد و هم‌زمان در جایگاه طلبکار قرار می‌گیرد. در واقع، در این موارد طلبکار و بدهکار یکی هستند و هیچ نقش واسطه‌گری در این فرایند اعمال نمی‌شود (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

۲. Samuelson

۴-۱. ماهیت دارایی بانک بر اساس خلق پول

با توجه به توضیحات پیش گفته، روشن می‌شود که بر اساس نظریه «خلق پول درون‌بانکی»، بدهی‌های بانک بر پایه مطالبات خود ساخته و به صورت موازی شکل می‌گیرد؛ به این معنا که بانک می‌تواند در یک زمان واحد خود را هم بدهکار و هم طلبکار سازد. این فرایند به دو شیوه «ضریب فزاینده» و «خلق پول از هیچ» در نظام بانکی قابل تحلیل است.

روند «خلق پول از هیچ» در نظام بانکی به این معناست که پس‌اندازها منبع اصلی تأمین سرمایه‌گذاری نیستند، بلکه خود فرایند خلق پول بانکی این کار را انجام می‌دهد. در نهایت، هویت شخص وام‌گیرنده و پس‌اندازکننده متفاوت است؛ اما این تفاوت به معنای واسطه‌گری بانک در وجوه نیست، بلکه ناشی از آن است که بانک قدرت خرید جدیدی - مثلاً برای شخص «الف» - خلق کرده که در مراحل بعدی به واسطه نظام تسویه به شخص «ب» منتقل می‌شود (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

نکته دیگر آن است که پس‌انداز و سرمایه‌گذاری افراد نتیجه‌ای غیرارادی از وام‌دهی است، نه علت آن (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷). تمایز بانک با سایر نهادهای اقتصادی نیز در همین نکته نهفته است: اگر یک قرض‌دهنده عادی نتواند خلق پول کند، ناچار است از انباشت خود بکاهد و سایر دارایی‌های خویش را در قالب وام یا اوراق قرضه افزایش دهد. اما قرض‌دهنده‌ای که توان خلق پول دارد، به‌طور هم‌زمان هم دارایی‌های مالی خود را افزایش می‌دهد (از طریق خلق وام جدید) و هم بدهی‌های مالی خود را می‌افزاید (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

تفاوت اصلی میان دو دیدگاه «خلق پول از هیچ» و «ضریب فزاینده» در این است که در دیدگاه ضریب فزاینده، بانک پیش از عمل وام‌دهی - یعنی قبل از ثبت اصل وام مشتری در حساب بانک و بستن‌کار کردن حساب او - باید معادل آن مبلغ را از حساب دیگری کسر کند. در حالی که در روند «خلق پول از هیچ» چنین نیازی وجود ندارد (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

این برداشت که پس‌انداز باید پیش از پرداخت وام صورت گیرد و پول چیزی است که ابتدا باید انباشته شود تا امکان وام‌دهی فراهم شود، ریشه در کالا پنداشتن پول دارد.

در حالی که پول، برخلاف کالاها و دارایی‌های غیرمالی که صرفاً جنبه دارایی دارند، یک دارایی مالی است که هم‌زمان هم دارایی و هم بدهی به شمار می‌آید (صدر، ۱۴۲۹ق، ص. ۱۰۷).

بر این اساس، در هر دو دیدگاه روشن است که بانک بر پایه دارایی‌های موجود خود را بدهکار نمی‌سازد. بدهکار شدن بانک سازوکار دیگری دارد: در دیدگاه «خلق پول از هیچ»، روند بدهکاری و طلبکاری بانک به‌طور موازی پیش می‌رود؛ و در دیدگاه «ضریب فزاینده»، این طلبکاری بر پایه بدهی بانک است، هرچند نه دقیقاً معادل آن، بلکه به تعبیر کارشناسان این حوزه، به‌صورت خلق چندبرابری سپرده تبیین می‌شود.

میشکین در این‌باره توضیح می‌دهد: «فرض کنید بانک تصمیم بگیرد وامی معادل ۱۰۰ دلار اعطا کند. هنگامی که بانک این وام را می‌پردازد، برای مشتری خود (وام‌گیرنده) یک حساب جاری باز می‌کند و مبلغ وام را در این حساب می‌گذارد؛ به عبارت دیگر، حساب مشتری را به اندازه ۱۰۰ دلار بستانکار می‌کند. بانک با این کار، ترازنامه خود را تغییر می‌دهد: بدهی او به‌صورت سپرده جاری ۱۰۰ دلار افزایش می‌یابد و معادل آن در سمت دارایی‌ها، مبلغ ۱۰۰ دلار به‌عنوان وام ثبت می‌شود. بانک با وام دادن، سپرده جاری ایجاد می‌کند و از آنجا که سپرده جاری بخشی از پول به حساب می‌آید، در واقع عمل وام‌دهی بانک، پول خلق می‌کند» (میشکین، ۱۳۹۹، ج ۲، ص. ۱۸۶).

در نتیجه، از آنجا که بدهی‌ها و مطالبات بانک به‌وسیله خود او ایجاد می‌شود - یعنی بانک برای افرادی با هویت مشخص اعتبار خلق می‌کند و همان اعتبار را در بخش بدهی‌ها ثبت می‌نماید - در عمل بانک خود را هم‌زمان طلبکار افراد معین و بدهکار به آن‌ها می‌سازد. چگونه می‌توان چنین فرآیندی را مصداق «مجهول‌المالک» دانست؟

نتیجه‌گیری

از مجموع مباحث پیش‌گفته می‌توان چنین نتیجه گرفت که، صرف‌نظر از پذیرش یا عدم پذیرش شخصیت حقوقی بانک‌ها و بدون وابستگی به ساختار حکومت دینی یا غیردینی، اطلاق عنوان «مجهول‌المالک» بر دارایی‌های بانکی با توجه به سازوکار خلق پول درون‌زا و ماهیت اعتباری نظام بانکی نوین، فاقد مبنای فقهی و حقوقی معتبر است.

دیدگاه‌هایی که قائل به مجهول‌المالک بودن اموال بانک‌ها هستند، عمدتاً بر دو پیش‌فرض استوارند: نخست، تحلیل بانک به‌عنوان واسطه مالی صرف که بانک را صرفاً واسطه‌ای میان پس‌اندازکنندگان و وام‌گیرندگان می‌پندارد، در حالی که واقعیت آن است که بانک‌ها از طریق فرآیند خلق پول بانکی، خالق اعتبار هستند نه انتقال‌دهنده منابع؛ دوم، نگاه کالایی به پول که با تلقی پول به‌عنوان یک کالای فیزیکی، منشأ دارایی‌های بانکی را نامشخص فرض می‌کند. حال آنکه در اقتصاد امروز، پول ماهیتی اعتباری - حقوقی دارد و بر اساس قراردادهای مشخص و روابط دوطرفه شکل می‌گیرد.

در نظام بانکی مبتنی بر خلق پول اعتباری، بانک‌ها نه از محل ذخایر قبلی، بلکه از طریق ثبت دین و طلب به‌صورت الکترونیکی اقدام به ایجاد پول می‌کنند. این فرآیند دارای ویژگی‌هایی چون وجود طرفین معین، دارایی‌هایی با منشأ روشن و شفافیت حقوقی است. هر وام بانکی متکی بر قراردادی مشخص میان بانک به‌عنوان بستانکار و مشتری به‌عنوان بدهکار است؛ به همین دلیل، منابع بانک ناشی از تعهدات قانونی مشتریان است، نه اموال گمشده یا ناشناخته.

حتی در صورت وجود تخلفات بانکی، این امر به‌خودی‌خود به معنای مجهول‌المالک بودن دارایی‌ها نیست، بلکه نیازمند رسیدگی قضایی به تخلفات است. بر پایه این مبانی، ادعای مجهول‌المالک بودن دارایی‌های بانکی، حتی در فرض وجود برخی عملکردهای غیرمشروع، فاقد وجاهت علمی و حقوقی است؛ چرا که ماهیت اعتباری پول و سازوکار شفاف خلق پول بانکی، هرگونه ابهام در مالکیت این دارایی‌ها را رد می‌کند.

از این‌رو، رویکردهای فقهی و حقوقی نیز باید با توجه به این واقعیت‌های اقتصادی بازنگری شوند.

ملاحظات حقوقی
- پیروی 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 پایان‌نامه، رساله و طرح پژوهشی نیست.

کتابنامه

- ۱) امامی، سید حسن (۱۳۵۷). حقوق مدنی. ایران، تهران: اسلامیه.
- ۲) ایروانی، محمدباقر (۱۳۸۱). فقه البنوک. ایران، قم: دار الهدی.
- ۳) حسن‌زاده، علی؛ مجتهد، احمد؛ پویا، بغدادی؛ و تقی‌زاده حصار، فرهاد (۱۳۹۶). پول و بانکداری نوین (چاپ دوم). ایران، تهران: جنگل.
- ۴) خویی، سید ابوالقاسم (۱۴۱۰ق). الصالحین. ایران، قم: مدینه العلم.
- ۵) کميجانی، اکبر؛ ابریشمی، حمید؛ و روحانی، سیدعلی (۱۳۹۷). ماهیت بانک و فرایند خلق پول بانکی؛ نقد دیدگاه‌های رایج و دلالت‌ها. جستارهای اقتصادی با رویکرد اسلامی، ۳۸-۹، (۲۹)، ۱۵. DOI: [10.30471/iee.2018.1441](https://doi.org/10.30471/iee.2018.1441)
- ۶) سند، محمد (۱۴۳۵ق). منهاج الصالحین. ایران، قم: باقیات.
- ۷) سیستانی، سیدعلی (۱۴۱۵). منهاج الصالحین. ایران، قم: مکتب آیه الله العظمی سیستانی.
- ۸) سیفی مازندرانی، علی اکبر (۱۴۳۶ق). تحریرالوسیله. ایران، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).
- ۹) شذهان الجعفری، علاء (۱۴۰۳ق). الشخص الاعتباری. ایران، قم: حوزه علمیه.
- ۱۰) صدر، سید محمدباقر (۱۴۳۰ق). ماوراء الفقه. لبنان، بیروت: دارالاضواء.
- ۱۱) صدر، سید محمدباقر (۱۴۳۱ق). محاضرات تاسیسیه. ایران، قم: دار الصدر.
- ۱۲) فیاض، محمداسحاق (۱۳۹۲). بانکداری اسلامی (موسی دانش: مترجم). ایران، مشهد: بنیاد پژوهشهای اسلامی.
- ۱۳) کاتوزیان، ناصر (۱۴۰۱). اموال و مالکیت (چاپ ۵۷). تهران: بنیاد حقوقی میزان.
- ۱۴) مرعی، حسین عبدالله (۱۴۱۳ق). القاموس الفقهی. لبنان، بیروت: دار المجتبی.
- ۱۵) موسوی بجنوردی، سیدمحمد (۱۳۷۷). القواعد الفقیه. ایران، تهران: مجمع علمی فرهنگی مجد.
- ۱۶) موسویان، سید عباس (۱۳۹۶). بانکداری اسلامی. ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۱۷) سیدعباس، موسویان و حسین، میثمی (۱۳۹۷). بانکداری اسلامی. ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۱۸) میشکین، فردریک اس (۱۳۹۹). اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی (حسین قضاوی: مترجم). ایران، تهران: مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران.

Reference

- 1) Emāmī, S. H. (1357 SH/1978). *Hoqūq-e Madanī* [Civil Law]. Tehran: Eslāmiyya [in Persian].
- 2) Fayyāz, M. E. (1392 SH/2013). *Bānkdārī-ye Eslāmī* [Islamic Banking] (Mūsā Dāneš, Trans.). Mashhad: Bonyād-e Pajooreshhā-ye Eslāmī [in Persian].
- 3) Gregory, M., (2019). *Fundamentals of Economics*. Iran. Tehran, Nay Publishing House
- 4) Ḥasan-zāda, ‘A.; Mojtahed, A.; Puyā, B.; & Taqī-zāda Ḥešārī, F. (1396 SH/2017). *Pul va Bānkdārī-ye Novīn* (Chāp-e Dovvom) [Money and Modern Banking, 2nd ed.]. Tehran: Jangal [in Persian].
- 5) Īravānī, M. B. (1381 SH/2002). *Feqh al-Bonūk* [Jurisprudence of Banks]. Qom: Dār al-Hodā [in Persian].
- 6) Kamījānī, A.; Abrišamī, H.; & Rūhānī, S. ‘A. (1397 SH/2018). *Māhiyyat-e Bānk va Farāyand-e Khalq-e Pul-e Bānkī; Naqd-e Didgāh-hā-ye Rāyej va Dalālat-hā* [The Nature of Banks and the Process of Money Creation: Critique of Prevailing Views and Implications]. *Jostār-hā-ye Eqtešādī bā Rūykard-e Eslāmī* [Economic Studies with an Islamic Approach], 15(29), 9–38. DOI: [10.30471/iee.2018.1441](https://doi.org/10.30471/iee.2018.1441) [in Persian].
- 7) Kātūziyān, N. (1401 SH/2022). *Amvāl va Mālekīyat* (Chāp-e 57) [Property and Ownership, 57th ed.]. Tehran: Bonyād-e Hoqūqī-ye Mizān [in Persian].
- 8) Kū’ī, S. A. (1410 AH/1989–90). *Al-Šāliḥīn*. Qom: Madīnat al-‘Ilm [in Arabic].
- 9) Mar’ī, H. ‘A. (1413 AH/1992–93). *Al-Qāmūs al-Fiḥī*. Beirut: Dār al-Mojtabā [in Arabic].
- 10) Mishkin, F. S. (1399 SH/2020). *Eqtešād-e Pul, Bānkdārī va Bāzār-hā-ye Mālī* [The Economics of Money, Banking, and Financial Markets] (H. Qazāvi, Trans.). Tehran: Mo’assese-ye ‘Āli-ye Āmūzeš-e Bānkdārī-ye Īrān [in Persian].
- 11) Mūsaviān, S. ‘A. (1396 SH/2017). *Bānkdārī-ye Eslāmī* [Islamic Banking]. Tehran: Pajooreshhkade-ye Pūli va Bānkī [in Persian].
- 12) Šadr, S. M. B. (1431 AH/2010). *Muḥāḍarāt Ta’sīsiyya*. Qom: Dār al-Šadr [in Arabic].
- 13) Sand, M. (1435 AH/2013–14). *Minhāj al-Šāliḥīn*. Qom: Bāqiyāt [in Arabic].
- 14) Seyed Abbas, M., & Hossein, M. (1377 SH/ 2018). *Islamic Banking*. Iran, Tehran: Monetary and Banking Research Institute [in Persian].

- 15) Sīstānī, S. 'A. (1415 AH/1994-95). *Minhāj al-Šāliḥīn*. Qom: Maktab Āyat Allāh al-'Uzmā Sīstānī [in Arabic].
- 16) Sifī Māzandarānī, 'A. A. (1436 AH/2014-15). *Taḥrīr al-Wasīla*. Qom: Mo'assasat Tanzīm va Našr Āṭār Emām Komeynī (r.a.) [in Arabic].
- 17) Šadhhān al-Ja'farī, 'A. (1403 AH/1982-83). *Al-Šakhs al-I'tibārī* [The Juridical Person]. Qom: Ḥawza 'Ilmiyya [in Arabic].
- 18) Šadr, S. M. B. (1430 AH/2009). *Mā Warā' al-Fiqh*. Beirut: Dār al-Aḍwā' [in Arabic].
- 19) Mousavi Bojnourdi, S, M. (1377 SH/ 2018). *Al-Qawa'id al-Faqih*. Iran, Tehran: Majd Scientific and Cultural Association [in Persian].
- 20) <https://www.sistani.org>

Analyzing the Most Effective Strategies for Regulators to Address Dark Trading in Islamic Capital Markets

Author: Mohammad Hossein Shariaty Nia* | Hossein Hasanzadeh Sarvestani
| Mohammad Ali Rezaei Henji | Pouya Ahmady | Mahdi Sadeghi Shahdani
Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247743.1949>

بررسی الگوی بهینه مواجهه تنظیم‌گر با معاملات تاریک در بازارهای سرمایه اسلامی
نویسندگان: محمدحسین شریعتی‌نیا* | حسین حسن‌زاده سروستانی | محمدعلی رضائی هنجی | پویا احمدی
| مهدی صادقی شاهدانی
پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247743.1949>



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 uphold.



Analyzing the Most Effective Strategies for Regulators to Address Dark Trading in Islamic Capital Markets

Mohammad Hossein Shariaty Nia: Ph.D. Candidate in Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Education and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding author).

mh.shariaty.nia@isu.ac.ir | 0000-0001-7014-6564

Hossein Hasanzadeh Sarvestani: Assistant Professor, Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Education and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

h.hasanzadeh@isu.ac.ir | 0000-0001-9018-2108

Mohammad Ali Rezaei Henji: M.A. Student in Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Education and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

m.rezaei@isu.ac.ir | 0009-0005-8817-7875

Pouya Ahmady: M.A. Student in Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Education and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

p.ahmadi@isu.ac.ir | 0009-0004-0170-0727

Mahdi Sadeghi Shahdani: Professor of Economics, Department of Economics, Faculty of Islamic Education and Economics, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

sadeghi@isu.ac.ir | 0000-0002-2765-5774

Abstract

1. Introduction and Objective

The rapid evolution of modern financial markets has given rise to complex trading mechanisms designed to balance transparency with efficiency. Among these mechanisms, dark trading—including both opaque trading networks (dark pools) and hidden orders—has become a central area of debate in securities regulation. While dark pools and hidden orders were originally introduced to mitigate disruptive effects of large trades, reduce market impact, and shield institutional investors from predatory practices, their expansion has generated serious concerns. These concerns are not limited to efficiency and fairness but extend to fundamental questions of legitimacy in the context of Islamic financial jurisprudence (fiqh al-mu‘āmalāt).

The central issue addressed in this study is the tension between market transparency, which promotes fairness and efficient price discovery, and the concealment of orders and quotes, which may protect certain traders but simultaneously generate uncertainty, fragment liquidity, and restrict fair access to information. From a Sharia perspective, these mechanisms are closely connected to jurisprudential rules such as the prohibition of gharar (excessive

uncertainty), *ghurūr* (deception), *tadlīs* (misrepresentation), *najash* (artificial bidding), and *lā ḍarar* (prohibition of harmful transactions).

The objective of the present research is therefore twofold. First, it seeks to provide a comprehensive descriptive and analytical account of dark trading practices – both in hidden orders and dark pools – by drawing on international experiences in the United States, Europe, and Canada as well as domestic experiences in Iran. Second, it aims to evaluate these practices through the lens of Sharia jurisprudence, in order to determine whether they can be accommodated, restricted, or prohibited within Islamic capital markets. By combining financial, regulatory, and jurisprudential analyses, the study aspires to deliver a complete framework for regulators of Islamic markets to adopt policies that maximize efficiency while safeguarding religious and ethical legitimacy.

2. Methods and Materials

The research adopts a mixed-method design, integrating descriptive-analytical methods with qualitative and quantitative empirical approaches. Three complementary sources of evidence were used in line with a triangulation strategy:

1. **Library research:** A comprehensive review of books, peer-reviewed articles, dissertations, official regulatory reports, and primary documents in both Persian and English was conducted. The review covered not only theoretical literature on hidden liquidity but also comparative analyses of international regulatory experiences, including the MiFID I and MiFID II directives in Europe, the practices of the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), and Canadian capital market reforms.
2. **Expert consultations through focus groups:** A group of five experienced scholars in financial jurisprudence (*fiqh al-mālī*) participated in a structured focus group session lasting 150 minutes. Discussions centered on the permissibility of hidden orders and dark pools under Islamic jurisprudence. The scholars examined the extent to which rules such as *gharar*, *lā ḍarar*, and *ḥifẓ al-niẓām* (preservation of market order) apply to the new phenomenon of dark trading.
3. **Jurisprudential validation through *istiftā'*:** Formal inquiries were submitted to the offices of prominent Shia jurists, including Ayatollah Sistani, Ayatollah Wahid Khorasani, Ayatollah Khamenei, Ayatollah Javadi Amoli, Ayatollah .

Makarem Shirazi, Ayatollah Shobeiri Zanjani, Ayatollah Alavi Gorgani, and Ayatollah Nouri Hamedani. The responses provided definitive legal opinions that complemented the findings from the literature and focus group discussions.

For the quantitative strand, the study designed two Likert-scale questionnaires, one concerning hidden orders (four regulatory models) and the other concerning dark pools (five regulatory models). These questionnaires were distributed among a panel of experts in the Iranian capital market, including regulators, policy researchers, and managers of state-owned financial institutions. Importantly, individuals with private interests—such as shareholders of investment companies or private brokerage houses—were excluded to avoid conflicts of interest.

The collected data were analyzed using Friedman's non-parametric ranking test in SPSS. This test was employed to determine whether experts assigned significantly different importance levels to various regulatory models. Cronbach's alpha for the questionnaire was calculated at 0.76, exceeding the conventional threshold of 0.70, thus confirming the reliability of the instrument.

3. Research Findings

The findings can be grouped into three major domains: financial-regulatory, jurisprudential, and empirical.

Financial and regulatory findings: The survey and Friedman ranking demonstrated that transparency-oriented models consistently received the highest priority from experts. In the case of hidden orders, mechanisms that imposed minimum display requirements (e.g., iceberg orders with mandatory visible portions) were favored, while complete concealment of orders was considered highly problematic. For dark pools, models that relied on real-time reference pricing from transparent exchanges (such as mid-quote mechanisms) received higher rankings, while those that operated entirely without price transparency were downgraded.

Experts noted that while dark trading mechanisms may reduce short-term price impact, they fragment liquidity, reduce informational efficiency, and compromise fair access. Empirical evidence from Europe and the U.S. corroborates these observations: dark pools captured up to 40% of trading volume in the U.S. by 2019, but regulators responded with stricter rules (MiFID II's double volume caps) to protect price discovery. In Iran, hidden orders were

initially introduced but later prohibited in 2019 due to structural distortions and misleading order books.

Jurisprudential findings: From the perspective of Sharia, complete concealment of orders was judged to conflict with the prohibition of *gharar*, *ghurūr*, and *najash*. These mechanisms were seen to create deceptive appearances of supply and demand, thereby misleading other traders. The focus group discussions emphasized that even if investors consent to trade under such conditions, reliance on *qā'idat al-iqdām* (assumption of risk) is not sufficient to override fundamental prohibitions, since Sharia does not permit individuals to willingly expose their wealth to harm.

Nonetheless, limited forms of concealment could be justified under secondary principles such as *ḥifẓ al-niẓām* (preservation of market order) or *lā ḍarar* (prevention of greater harm), particularly when transparency itself creates vulnerabilities such as predatory high-frequency trading or excessive herding behavior. In such circumstances, tools like iceberg orders with mandatory visible components, or dark pools that rely on transparent reference prices, might be permissible. The jurisprudential opinions obtained through *istiftā'* confirmed these conclusions: while blanket prohibition was advised against full concealment, controlled and well-regulated mechanisms were not ruled out in principle.

Empirical findings from the Friedman test: The statistical analysis revealed significant differences in the importance assigned to various regulatory models. The null hypothesis—that experts viewed all models as equally important—was rejected. In the domain of hidden orders, transparency-oriented models ranked highest, followed by limited iceberg mechanisms. In the domain of dark pools, reference-price models ranked above opaque internalization mechanisms. This confirmed that policy priorities align both with market efficiency considerations and with Sharia jurisprudential boundaries.

4. Discussion and Conclusion

The research highlights a fundamental tension in modern capital markets between the goals of efficiency and fairness on the one hand, and the risks of uncertainty and deception on the other. From a purely financial perspective, dark trading offers advantages such as reducing immediate price impact, curbing imitation trading, and shielding institutional investors from market predators. Yet these benefits are counterbalanced by costs, including fragmentation of

liquidity, diminished price discovery, and unfair access to information.

From an Islamic jurisprudential perspective, the evaluation is even stricter. Sharia emphasizes the elimination of *gharar* and *ghurūr*, the protection of property rights, and the maintenance of justice and fairness in markets. Any mechanism that misleads participants, creates artificial prices, or exposes investors—particularly retail traders—to hidden risks cannot be justified. Nevertheless, Sharia also recognizes secondary principles that allow for pragmatic accommodations when necessary to preserve the overall order and integrity of markets.

The combined evidence suggests that while complete concealment of orders or quotes is both financially inefficient and jurisprudentially impermissible, controlled concealment under strict regulatory frameworks may be acceptable. For example, requiring a minimum display portion in iceberg orders, ensuring that dark pools continuously update prices based on transparent exchanges, and restricting access to certain institutional categories can reduce harmful effects while preserving market stability.

Policy recommendations derived from this research emphasize the following:

1. **Prioritize transparency** as the default regulatory stance in Islamic capital markets, both to safeguard price discovery and to align with jurisprudential mandates.
2. **Permit limited dark mechanisms** only under carefully designed rules, such as volume thresholds, reference pricing, and institutional restrictions, where they demonstrably serve the higher objective of preserving market stability.
3. **Integrate Sharia oversight** into financial regulation by continuously consulting jurisprudential experts, ensuring that evolving trading mechanisms remain consistent with Islamic principles.
4. **Develop hybrid market structures** that combine transparency with controlled concealment, thereby minimizing herding behavior and predatory trading without undermining fairness and efficiency.
5. **Encourage further empirical research** on Islamic capital markets to monitor the real impact of dark trading and refine regulatory approaches accordingly.

In conclusion, this study establishes that unregulated expansion of dark trading is incompatible with both market efficiency and

Sharia principles. However, through balanced and well-calibrated regulatory frameworks, Islamic capital markets can cautiously incorporate limited forms of dark trading to achieve dual objectives: protecting investors and maintaining the religious legitimacy of financial transactions. This integrated approach ensures that Islamic markets remain both competitive globally and faithful to their foundational ethical commitments.

5. Keywords

Pre-Trade Transparency; Dark Trading; Dark Pools; Hidden (Iceberg) Orders; Sharia-Compliant Regulation.

8. JEL Classification: G10, G14, G18, K20, Z12

بررسی الگوی بهینه مواجهه تنظیم‌گر با معاملات تاریک در بازارهای سرمایه اسلامی

محمدحسین شریعتی‌نیا: دانشجوی دکتری مدیریت مالی گرایش مهندسی مالی، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول).
mh.shariaty.nia@isu.ac.ir

حسین حسن‌زاده سروسنایی: استادیار، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. h.hasanzadeh@isu.ac.ir

محمدعلی رضائی هنجانی: دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. m.rezaei@isu.ac.ir

پویا احمدی: دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. p.ahmadi@isu.ac.ir

مهدی صادقی شاهدانی: استاد، علوم اقتصادی، گروه اقتصاد، دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. sadeghi@isu.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

این پژوهش با هدف ارائه تصویری جامع از معاملات تاریک - اعم از شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف (استخرهای تاریک) و سفارش‌های پنهان - در بازارهای سهام و تبیین ملاحظات و الزامات تنظیم‌گری مبتنی بر شریعت اسلامی انجام شده است. تمرکز اصلی بر بررسی جایگاه شفافیت و پنهان‌سازی در سازوکارهای معاملاتی و پیامدهای آن برای کارایی بازار و مشروعیت شرعی است.

۲. مواد و روش‌ها

روش تحقیق به صورت آمیخته بوده و شامل توصیف موضوع، تحلیل مالی، تنظیمی و فقهی معاملات تاریک و بررسی تطبیقی قواعد فقهی مرتبط است. علاوه بر مطالعات کتابخانه‌ای، تحلیل داده‌ها با بهره‌گیری از آزمون ناپارامتریک فریدمن جهت رتبه‌بندی الگوهای تنظیمی انجام شده است.

۳. یافته‌های تحقیق

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در حوزه پنهان‌سازی سفارش‌ها، چه از منظر کارایی بازار و چه بر اساس معیارهای شرعی، اولویت با الگوهای شفاف است و توسعه الگوهای تاریک با قواعد فقهی مهمی مانند ممنوعیت غرر تعارض دارد. در حوزه تاریک‌سازی بازارها نیز قاعده غرر محدودیت‌هایی ایجاد می‌کند، اما با اعمال برخی تغییرات ساختاری می‌توان بخشی از ملاحظات شرعی را رفع کرده و شرایط توسعه مشروع بازارهای تاریک را فراهم ساخت.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌ها بیانگر آن است که توسعه بی‌ضابطه معاملات تاریک می‌تواند تعارض جدی با اصول فقهی و اهداف کارایی بازار ایجاد کند. با این حال، در صورت طراحی ساختارهای اصلاح‌شده و محدودیت‌های مشخص، می‌توان از ظرفیت معاملات تاریک برای کاهش اثرات بازار مخرب، جلوگیری از معاملات تقلیدی و مهار رفتارهای توده‌ای استفاده کرد. در پایان، پیشنهادی سیاستی مشخصی برای نهاد ناظر بازار سرمایه اسلامی ارائه شده است.

واژگان کلیدی: شفافیت پیش از معاملات؛ معاملات تاریک؛ استخرهای تاریک؛ سفارش‌های پنهان (کوه یخ)؛ تنظیم‌گری مبتنی بر شریعت.

مقدمه

چندی است که در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، امکان پنهان‌سازی سفارش‌ها یا طراحی بازارهایی بدون نمایش مظنه‌های موجود در دو سوی بازار^۱، به‌عنوان یکی از خدمات پرکاربرد کارگزاری‌ها و نیز به‌عنوان راهکاری از سوی نهاد ناظر برای جلوگیری از معاملات تقلیدی^۲ و رفتارهای گله‌ای^۳ مطرح شده است. بااین‌حال، استفاده نامحدود از این ابزار یا حذف مظنه‌های معامله‌گران از سوی نهاد ناظر یا بورس‌ها، همواره بازار سرمایه را با چالش‌های جدی روبه‌رو کرده و واکنش فعالان و معامله‌گران را برانگیخته است. از یک‌سو، معامله‌گران بر آشکارسازی سفارش‌ها به‌عنوان یکی از عوامل اساسی تصمیم‌گیری و رکن مهم شفافیت پیش از معاملات^۴ اصرار دارند، و از سوی دیگر نهاد ناظر^۵، نگران گسترش معاملات تقلیدی (برآمده از حجم بالای معامله‌گری ناآگاهانه و سواری مجانی بر روندهای بازار) و رفتارهای گله‌ای است؛ مسائلی که می‌تواند با دامن‌زدن به فعالیت‌های صرفاً سفته‌بازانه، به‌عنوان عاملی برای کاهش کارایی بازار تلقی شود. در یک دهه گذشته، هر یک از این دو رویکرد - آشکارسازی یا پنهان‌سازی کامل سفارش‌ها - موافقان و مخالفان تخصصی خود را داشته و هرکدام به‌نوبه خود چالش‌هایی برای بازار سرمایه ایجاد کرده‌اند.

امروزه حجم نقدینگی پنهان^۶ در بازارهای مالی به‌طور چشمگیری افزایش یافته و توجه سرمایه‌گذاران، اقتصاددانان و سیاست‌گذاران بازار را به خود جلب کرده است. در همین راستا، سفارش‌های پنهان^۷ به‌عنوان یکی از خدمات پرکاربرد کارگزاران بازار سهام موجب شده‌اند که نقدینگی پنهان نقش مهمی در تعیین عمق بازار و جهت‌دهی به آن ایفا کند.

۱. Disclosure of Market Quotes

۲. Parasitic Trading

۳. Herding Effects

۴. Pre Trade Transparency

۵. Market Regulator

۶. Hidden Liquidity

۷. Hidden Orders

سفارش‌های ناپیدا^۸ و بخش پنهان سفارش‌های دوبخشی^۹ (حجم نمایشی) اغلب با عنوان کلی «سفارش‌های پنهان» در بازار سهام شناخته می‌شوند. سفارش دوبخشی معمولاً سفارشی بزرگ است که برای پنهان کردن حجم واقعی سفارش از دید دیگر معامله‌گران، به بخش‌های کوچک‌تر تقسیم می‌شود. گزینه سفارش‌های پنهان تضمین می‌کند که سفارش ارسال‌شده در سامانه ثبت سفارش‌ها آشکار نشود و در نتیجه اثری بر رفتار دیگر فعالان بازار نگذارد^{۱۰}. درواقع، سفارش‌های پنهان سازوکاری هستند که مستقل از سازوکارهایی مانند معاملات بلوکی، به معامله‌گران بزرگ در بازار اصلی امکان می‌دهند اثر سفارش‌های خود بر بازار را به حداقل برسانند. از سفارش‌های دوبخشی با استعاره «کوه یخ» نیز یاد می‌شود. این نوع معاملات که تنها بخش کوچکی از کل سفارش در آن‌ها نمایش داده می‌شود، به‌طور فزاینده‌ای مورد توجه قرار گرفته‌اند و تقریباً در تمامی معاملات عمده و بسترهای تجاری جهان به‌کار می‌روند.

اصطلاح «بازارهای تاریک»^{۱۱} یا شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف، به‌عنوان نوعی از سامانه‌های معاملاتی جایگزین^{۱۲} شناخته می‌شود که امکان معامله غیرشفاف اوراق بهادار را برای سفارش‌های بزرگ و سرمایه‌گذاران نهادی فراهم می‌کند؛ به‌گونه‌ای که اطلاعات دفتر ثبت سفارش این شبکه‌ها در اختیار عموم بازار قرار نمی‌گیرد. هدف اصلی از ایجاد بازارهای تاریک، انجام معاملات با کمترین تأثیر بر بازار عادی است. این بازارهای غیرشفاف می‌توانند هم در قالب بورس و هم خارج از بورس فعالیت کنند.

معاملات تاریک^{۱۳} شامل معاملاتی است که یا بر بستر استخرهای تاریک انجام می‌شود یا با استفاده از ابزارهای پنهان‌سازی سفارش‌ها. مهم‌ترین ویژگی استخرهای تاریک، پنهان بودن مظنه‌ها در دو سوی بازار است. افزایش عمق پنهان^{۱۴} معاملات در

۸. Non-Display Orders

۹. Iceberg Order

۱۰. support.bitfinex.com

۱۱. Dark Pool

۱۲. Alternative Trading System (ATS)

۱۳. Dark Trading

۱۴. Hidden Depth

بازار سرمایه، دستیابی به اهدافی مانند کاهش اثرات قیمتی ناشی از معاملات بزرگ (و در نتیجه حفظ آرامش بازار) و جلوگیری از معاملات تقلیدی و رفتارهای گله‌ای را ممکن می‌سازد.

گرچه معاملات تاریک در آغاز ابزاری بازاریابی برای شبکه‌های معاملاتی جایگزین خصوصی در کنار بورس‌های شفاف اصلی بودند، اما همین بورس‌های اصلی نیز در رقابت با بازارهای تاریک جنبی و برای پاسخ به نیاز معامله‌گران بزرگ و نهادی و تأمین نقدشوندگی در معاملات کلان، به سمت تاریک‌سازی بازارها و ارائه ابزارهای پنهان‌سازی سفارش‌ها رفتند. با این حال، حجم بالای دست‌کاری‌ها در بازار سرمایه - به‌ویژه سوءاستفاده از اطلاعات موجود بر روی تابلو و شفافیت پیش از معاملات - انگیزه نهاد ناظر را برای توسعه بازارهای تاریک و سفارش‌های پنهان دوجندان کرد.

از دید دیگر سرمایه‌گذاران، تاریک‌سازی بازار و سفارش‌ها می‌تواند زمینه دسترسی منصفانه‌تر به بازار و اطلاعات را فراهم کند؛ هرچند در عمل، احتمال افزایش معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی نیز وجود دارد.

نکته مهم دیگر این است که هرچه یک بورس بتواند فرایند کشف قیمت را با کیفیت بالاتری انجام دهد، اطلاعات ارائه‌شده (چه پیش و چه پس از معامله) برای کاربران ارزشمندتر خواهد بود.

مزیت بازارهای دارای نقدشوندگی بالا این است که اثر سفارش‌های بزرگ در جریان معاملات پرتعداد آن‌ها بسیار کمتر است. در این بازارها، معامله‌گران معمولاً در قیمت‌های مدنظر خود موفق به اجرای سفارش‌ها می‌شوند و به اصطلاح هزینه انجام معاملات برای آن‌ها کمتر خواهد بود. فاصله میان بهترین مظنه‌های خرید و فروش شاخصی است که غالباً برای سنجش نقدشوندگی سهام در نظر گرفته می‌شود. هرچه شمار بیشتری از سرمایه‌گذاران مایل به خرید و فروش در نزدیکی قیمت جاری باشند، فاصله میان قیمت خرید و فروش^{۱۵} - و در نتیجه هزینه معاملات - کاهش می‌یابد.

در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران نیز تصمیم‌گیران این حوزه در یک دهه گذشته با چالش‌های متعددی روبه‌رو بوده‌اند. تنظیم‌گر همواره کوشیده است در

تصمیم‌گیری درباره سطح شفافیت سفارش‌ها و مظنه‌های موجود در دو سوی بازار، رضایت طرفداران هر دو رویکرد را جلب کرده و تا حد امکان ذی‌نفعان را اقناع کند. بهبود فرایند کشف قیمت و افزایش کارایی اطلاعاتی بازار از اهداف اصلی تنظیم‌گران است که تلاش می‌کنند با به‌کارگیری رویکرد تاریک‌سازی یا شفاف‌سازی بازارها و ابزارهای معاملاتی به آن‌ها دست یابند.

ازاین‌رو، موفقیت یا ناکامی نهاد تنظیم‌گر در طراحی الگوی مناسب برای میزان شفافیت بازار و سفارش‌ها (پیش از اجرای معاملات)، در بلندمدت می‌تواند بر بهبود فرایند کشف قیمت و افزایش کارایی بازار اثر بگذارد. این موضوع در نهایت به تخصیص بهتر منابع و رشد اقتصادی کشور منجر می‌شود یا برعکس، با کاهش کارایی بازار و افزایش فاصله قیمت سهام از ارزش ذاتی آن‌ها، کارایی تخصیصی بازار را مختل کرده و آثار منفی بلندمدتی بر اقتصاد کلان کشور بر جای می‌گذارد.

بدیهی است که در چنین شرایطی، تصمیم‌گیری درست در طراحی الگوی بهینه تنظیم‌گری در حوزه تاریک‌سازی بازارها و پنهان‌سازی سفارش‌ها، اهمیتی بسیار داشته و می‌تواند در سطح اقتصاد کلان کشور اثرگذار باشد.

۱. پیشینه پژوهش

به‌طور کلی، می‌توان پژوهش‌های مرتبط با این موضوع را از نظر هدف در چهار دسته طبقه‌بندی کرد:

- گروهی از پژوهش‌ها آثار سفارش‌ها و مظنه‌های پنهان بر قیمت سهام را بررسی کرده‌اند.
- برخی دیگر با رویکردی انتقادی، کارایی اطلاعاتی و شفافیت بازار را در پرتو سفارش‌ها و مظنه‌های پنهان ارزیابی کرده و به نقاط ضعف آن پرداخته‌اند.
- دسته‌ای نیز با بهره‌گیری از روش‌های کمی و طراحی مدل‌های گوناگون، در پی دستیابی به نقطه بهینه برای اجرای سفارش‌ها و تعیین سطح مناسب تاریک‌سازی بازارها بوده‌اند.

- سرانجام، شماری از پژوهش‌ها به فواید و ضرورت وجود سفارش‌های پنهان و تاریک‌سازی معاملات و بازارها در دادوستد سهام پرداخته‌اند.

اسر و مونچ^{۱۶} (۲۰۰۵م) در مقاله‌ای با عنوان «چگونگی جهت‌گیری یک سفارش دوبخشی: استفاده بهینه از سفارش‌های پنهان»، به بررسی استفاده بهینه از سفارش‌های دوبخشی با هدف اجرای کامل راهبرد معاملاتی پرداخته‌اند. آنان همچنین چگونگی جهت‌گیری بازار در حضور سفارش‌های پنهان در شرایط مختلف را مطالعه کرده‌اند.

بسمیندر، پاناییدس و ونکاتارامان^{۱۷} (۲۰۰۹م) در مقاله‌ای با عنوان «نقدینگی پنهان: تحلیلی بر راهبردهای افشای اطلاعات مربوط به سفارش‌ها در بازارهای الکترونیکی» به بررسی راهبردهای گوناگون افشای سفارش‌ها پرداخته و ویژگی‌های مختلف سفارش‌های پنهان را همراه با نقاط قوت و ضعف آن‌ها توصیف کرده‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که استفاده از سفارش‌های پنهان می‌تواند به‌طور متوسط هزینه‌های معاملاتی را - به‌ویژه برای معامله‌گران بزرگ - کاهش دهد.

آولاندا، رید و استویکو^{۱۸} (۲۰۱۰م) در مقاله‌ای با عنوان «پیش‌بینی قیمت در حضور سفارش پنهان» اثر این نوع سفارش را بر قیمت سهام بررسی کرده‌اند. آنان با ارائه یک مدل کمی، کوشیده‌اند میزان و جهت نقدینگی پنهان در بازار را شناسایی کرده و اثرات قیمتی آن در آینده نزدیک را پیش‌بینی کنند.

بنکس^{۱۹} (۲۰۱۰م) در کتاب «استخرهای تاریک: ساختار و آینده معاملات و نقدینگی خارج از بورس‌های رسمی»، علاوه بر بررسی جنبه‌های گوناگون استخرهای تاریک - مانند کنترل، تنظیم‌گری، نقدشوندگی و ملاحظات اجرایی - فهرستی از شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف فعال در بازارهای سهام متعارف را نیز ارائه کرده است.

هاچ و هانگ^{۲۰} (۲۰۱۲م) در مقاله‌ای با عنوان «در سوی پنهان بازار: تشخیص و تحلیل سفارش‌های پنهان» امکان شناسایی سفارش‌های پنهان و تأثیر آن‌ها بر معاملات

۱۶. Esser & Mönch

۱۷. Bessembinder, Panayides & Venkataraman

۱۸. Avellaneda, Reed & Stoikov

۱۹. Banks

۲۰. Hautsch & Huang

را بررسی کرده‌اند. در این پژوهش، جلوگیری از پیش‌دستی ناشی از افشای انگیزه‌های معامله‌گران در بازارهای شفاف، به‌عنوان یکی از مزایای سفارش‌های پنهان مورد توجه قرار گرفته است.

سبیراوغلو و هورستب^{۲۱} (۲۰۱۳م) در پژوهشی با عنوان «سه مطلب درباره سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه»، به بررسی ابعاد تأثیر این سفارش‌ها در بازار سرمایه پرداخته و مدلی ساختاری برای دستیابی به نقطه بهینه در راهبرد افشای سفارش‌ها و ارزیابی کیفیت عرضه و تقاضا در حضور سفارش‌های پنهان - با بهره‌گیری از نظریه بازی‌ها - ارائه کرده‌اند. آنان نشان داده‌اند که استفاده از سفارش‌های پنهان، برخلاف انتظار، می‌تواند موجب افزایش نوسانات بازار شود.

ژو^{۲۲} (۲۰۱۴م) در پژوهشی با عنوان «آیا استخرهای تاریک (شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف) می‌توانند به فرایند کشف قیمت آسیب بزنند؟» آثار گسترش این شبکه‌ها را بر کشف قیمت و نقدشوندگی سهام در بورس‌های رسمی کشورها بررسی کرده است. او نشان داده که در شرایط پایدار، راه‌اندازی استخرهای تاریک در کنار بورس‌های سهام می‌تواند فرایند کشف قیمت را بهبود بخشد؛ هرچند احتمال دارد نقدشوندگی را کاهش دهد.

دگریس، جونگ و کرول^{۲۳} (۲۰۱۵م) در پژوهشی درباره ارتباط سفارش‌های پنهان با معاملات تاریک (غیرشفاف)، سفارش‌های پنهان را به‌عنوان جایگزین یا مکملی برای این نوع معاملات بررسی کرده‌اند. آنان نشان داده‌اند که با افزایش حجم سفارش‌های پنهان، حجم معاملات در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف کاهش می‌یابد و برعکس. در مجموع، این پژوهش رفتار پارامترهای بازار را در تالارهای معاملاتی شفاف، پنهان و مبتنی بر سفارش‌های پنهان تحلیل کرده و به مطالعه رابطه میان آن‌ها پرداخته است.

لوری و کوالیوا^{۲۴} (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر ساختار شفافیت پیش از معاملات بر کیفیت بازار» و با بهره‌گیری از روش‌های کمی مبتنی بر خبرگان، اثر

۲۱. Cebirroglu & Horstb

۲۲. Haoxiang Zhu, MIT Sloan School of Management

۲۳. Degryse, Jong & Kervel

۲۴. Polina Kovaleva & Giulia Iori

ساختارهای گوناگون شفافیت پیش از معاملات را بر فاصله بهترین مظنه‌های خرید و فروش، فرایند کشف قیمت و نقدشوندگی سهام بررسی کرده و هزینه معاملات را در هر یک از این ساختارها مقایسه کرده‌اند. در پایان، آنان ساختار استعاری «کوه یخ» را به‌عنوان الگوی پیشنهادی بهینه خود در حوزه شفافیت پیش از معاملات معرفی کرده‌اند. وانان^{۲۵} (۲۰۱۵م) در کتابی با عنوان «استخرهای تاریک و معاملات پربسامد» به بررسی ابعاد گوناگون ساختاری، مالی و حقوقی معاملات پربسامد در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف پرداخته است. او در این اثر با تحلیل رفتار بازیگران و دغدغه‌های تنظیم‌گری در این حوزه و با در نظر گرفتن ریزساختارهای بازار، اطلاعات جامعی را در اختیار مخاطب قرار داده است.

میزوتا و همکاران (۲۰۱۵) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر استخرهای تاریک بر کارایی بازارهای مالی و فرایند کشف قیمت» با مدل‌سازی بازار و تحلیل آن نشان داده‌اند که افزودن سهم تالارهای معاملاتی تاریک تا سطحی بهینه می‌تواند کارایی بازار را افزایش دهد؛ اما گسترش بیش‌ازاندازه معاملات تاریک ممکن است کارایی بازار را مختل کند. بررسی این نقطه بهینه و تحلیل فاصله قیمت بازار از قیمت بنیادی سهام در شرایط مختلف از جمله اقداماتی است که در این پژوهش انجام شده است.

گزلوکلو^{۲۶} (۲۰۰۹م) در مقاله‌ای با عنوان «شفافیت پیش از معاملات و معامله‌گری آگاهانه: رویکردی تجربی به سفارش‌های پنهان» به بررسی امکان شناسایی معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی در بازار پرداخته است. او سپس رابطه این معاملات را با دو مؤلفه شفافیت پیش از معاملات و نقدینگی پنهان بررسی کرده است.

گرس^{۲۷} (۲۰۲۱م) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی آثار تفکیک بازارهای تاریک و شفاف بر نقدشوندگی سهام» - که آخرین بازنگری آن در سال ۲۰۲۱ انجام شده - با تکیه بر داده‌های بیش از هشت بورس سهام، به‌ویژه بازار اوراق بهادار لندن و بازار یورونکست، و با بهره‌گیری از روش‌های کمی، فرضیه اثر منفی تفکیک بازارهای شفاف و گسترش شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف بر نقدشوندگی سهام را رد کرده است. این

۲۵. Vaananen

۲۶. Gozluklu

۲۷. Gresse

پژوهش همچنین شامل پیشنهادهایی در حوزه تنظیم‌گری بازارهای اروپا و توسعه دستورالعمل‌های میفید در زمینه شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف است.

یی^{۲۸} (۲۰۲۲م) در پایان‌نامه‌ای با عنوان «بررسی اثر شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف بر فرایند کشف قیمت» نشان داده است که زمانی که دقت اطلاعات بالا و ریسک اطلاعات پایین باشد، افزودن استخرهای تاریک می‌تواند به بهبود فرایند کشف قیمت کمک کند. در مقابل، هنگامی که دقت و اعتمادپذیری اطلاعات پایین و ریسک اطلاعات بالا باشد، استخرهای تاریک و شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف نه تنها به کشف قیمت یاری نمی‌رسانند، بلکه موجب اختلال در آن می‌شوند.

گرچه در منابع بین‌المللی پژوهش‌های متعددی درباره آسیب‌شناسی بازارهای تاریک و بررسی اثرات آن‌ها بر کارایی بازار انجام شده است، اما تاکنون در داخل کشور مطالعه‌ای تخصصی در این زمینه صورت نگرفته است.

نوآوری این پژوهش در آن است که از نخستین مطالعات سیاست‌گذاری درباره پنهان‌سازی مظنه‌ها و سفارش‌ها در منابع داخلی و بین‌المللی محسوب می‌شود؛ اثری که قواعد فقهی اسلام را به‌عنوان معیار اساسی تنظیم‌گری و سیاست‌گذاری در بازار سرمایه اسلامی در نظر گرفته است. در این تحقیق، پس از استخراج انواع رویکردهای سیاستی ممکن برای پنهان‌سازی سفارش‌ها، ابعاد مالی و حقوقی مسئله بررسی شده و رویکردهای به‌دست‌آمده بر پایه معیارهای فقهی اسلام ارزیابی شده‌اند. در نهایت، پس از شناسایی رویکردهای مجاز از منظر فقه امامیه، بهترین رویکردهای سیاستی برای پنهان‌سازی مظنه‌ها و سفارش‌ها در بازار سرمایه اسلامی - مانند بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران - معرفی شده‌اند تا به بیشینه‌سازی کارایی قیمتی و کمینه‌سازی آثار منفی ناشی از معاملات تقلیدی کمک کنند.

۲. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف در زمره پژوهش‌های بنیادی قرار دارد و از حیث شیوه گردآوری داده‌ها، توصیفی به شمار می‌آید. این مطالعه، پژوهشی کیفی و میان‌رشته‌ای

است که به تحلیل و بررسی ابعاد فقهی معاملات و بازارهای تاریک - یعنی پنهان‌سازی سفارش‌ها و مظنه‌ها - در سازوکارهای معاملاتی بازارهای مالی به‌عنوان یک مسئله مستحذته می‌پردازد.

فرایند پژوهش بدین‌گونه است که در گام نخست، از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و مراجعه به کتاب‌ها، مقالات، پایان‌نامه‌ها و سایر اسناد مکتوب و معتبر فارسی و لاتین، همراه با مصاحبه با خبرگان، داده‌های مرتبط با استعاره استخرهای تاریک در بازارهای مالی و موضوع پنهان‌سازی مظنه‌ها و سفارش‌ها گردآوری می‌شود. سپس انواع الگوهای تنظیمی و رویکردهای سیاستی در ارتباط با تاریک‌سازی بازارها و معاملات شناسایی و معرفی می‌گردد. در مرحله تحلیل فقهی، با مطالعه تطبیقی قواعد فقهی و بررسی انطباق آن‌ها بر موضوع پژوهش، پرسش از خبرگان فقه مالی به روش «گروه کانونی»، جمع‌بندی دیدگاه‌های آنان و در نهایت استفتا از مراجع عظام تقلید، تلاش شده است با بهره‌گیری از روش سه‌سویه‌سازی برای افزایش روایی تحلیل فقهی، تصویری جامع از ابعاد این موضوع ارائه شود.

در ادامه، به‌منظور شناسایی کارآمدترین سیاست‌های مشروع در این حوزه، پرسش‌نامه‌ای بر پایه طیف لیکرت طراحی و با استفاده از آزمون رتبه‌بندی فریدمن - به‌عنوان یکی از آزمون‌های ناپارامتریک در نرم‌افزار SPSS - میان خبرگان بازار سرمایه توزیع و نظرات آنان گردآوری شد. بدین ترتیب کلیه رویکردهای سیاستی مرتبط با پنهان‌سازی سفارش‌ها و مظنه‌ها رتبه‌بندی شدند.

در پایان نیز، پیشنهادهای سیاستی با در نظر گرفتن هم‌زمان ملاحظات فقهی و تنظیمی برای اجرا توسط نهاد ناظر بازار سرمایه اسلامی ارائه گردیده است.

۳. تعریف شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف (استخرهای تاریک)، سفارشات پنهان و روند توسعه آن‌ها

۳-۱. تعریف شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف (استعاره استخرهای تاریک در بازارهای مالی)
شبکه معاملاتی غیرشفاف نوعی سامانه معاملاتی جایگزین از نوع شبکه‌های تقابل سفارش است که امکان معامله اوراق بهادار را برای سرمایه‌گذاران نهادی فراهم می‌کند؛

به‌گونه‌ای که اطلاعات دفتر ثبت سفارش این شبکه‌ها در اختیار عموم بازار قرار نمی‌گیرد. به بیان دیگر، برخلاف بازارهای متداول که میزان نقدینگی و عمق بازار به‌صورت لحظه‌ای منتشر می‌شود، در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف این اطلاعات تنها در دیرترین زمان ممکن - پس از انجام معامله - در دسترس عموم قرار می‌گیرد. برخی از این شبکه‌ها، مانند «برکلی کپیتال»^{۲۹}، «پاریباس»^{۳۰} و «فیدلیتی»^{۳۱}، امکان انجام معامله برای سرمایه‌گذاران خرد را نیز فراهم کرده‌اند (بورس تهران، ۱۳۸۸).

شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف بسته به ساختار بازار سرمایه و ملاحظات سیاست‌گذار، می‌توانند توسط کارگزار-معامله‌گران، ائتلاف‌های کارگزار-معامله‌گر (شامل مشارکت چند کارگزاری)، بورس‌ها، نهادهای خودانتظام یا سایر نهادهای مستقل اداره شوند.

در بازارهای متداول، مشارکت‌کنندگان از اطلاعاتی مانند سفارش‌های خرید و فروش، فاصله میان قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش، و تعداد سهام معامله‌شده آگاه می‌شوند. معامله‌گران و الگوریتم‌های معاملاتی از این اطلاعات برای ارزیابی عرضه و تقاضای اوراق بهادار استفاده می‌کنند. فاصله میان قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش در واقع هزینه‌ای است که بازارساز^{۳۲}، به‌عنوان واسطه معامله میان خریدار و فروشنده، متحمل می‌شود و این فاصله شاخصی برای ریسک او به شمار می‌رود.

معمولاً عرضه یا تقاضای سنگین - به دلیل انتشار اطلاعات سفارش در بازار - موجب تغییر قیمت اوراق بهادار و حرکت آن در جهتی خلاف خواست خریدار یا فروشنده عمده می‌شود^{۳۳}؛ موضوعی که به آن «اثر بازار»^{۳۴} گفته می‌شود و یکی از

۲۹. Barclays Capital

۳۰. BNP Paribas

۳۱. Fidelity Capital Markets Services

۳۲. بازارساز (Market Maker) نهادی است (اعم از فرد، شرکت یا الگوریتم) که با قرار دادن هم‌زمان

سفارش‌های خرید و فروش برای یک دارایی مالی (مثلاً سهام یا اوراق قرضه)، نقدشوندگی را در بازار

افزایش می‌دهد. بازارساز با ایفای نقش واسطه بین خریداران و فروشندگان، اطمینان می‌دهد که معامله‌گران در

هر زمان بتوانند دارایی را بخرند یا بفروشند، حتی اگر یک طرف معامله در همان لحظه حاضر نباشد.

۳۳. Front Run

۳۴. Market Impact

انگیزه‌های اصلی ایجاد شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف در جهان به شمار می‌آید. با این حال، بورس‌های سنتی نیز امکان ثبت برخی از انواع خاص سفارش‌های غیرشفاف را فراهم می‌آورند که در ادامه گزارش به آن‌ها پرداخته خواهد شد.

شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف از نظر انواع سفارش، قواعد قیمت‌گذاری و اولویت‌بندی سفارش‌ها مشابه بازارهای متداول هستند. تنها تفاوت آن‌ها این است که اطلاعات معاملات در این شبکه‌ها منتشر نمی‌شود و به همین دلیل، «عمق بازار» در این شبکه‌ها بی‌معناست. در این شبکه‌ها اطلاعات سفارش‌ها - چه پیش از معامله و چه در حین آن - منتشر نمی‌شود؛ یا در صورت وجود الزام به انتشار، این کار در دیرترین زمان ممکن و پس از انجام معامله صورت می‌گیرد.

باید توجه داشت که اجرای سفارش در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف، اثر آن بر تحرکات قیمتی بازار را کاهش می‌دهد؛ اما این اثر را به صفر نمی‌رساند. دلیل آن است که سفارش متقابل در این شبکه‌ها می‌تواند از بازاری دیگر - مانند سامانه خودکار کارگزاران - ارسال شود و با سفارش موجود در شبکه غیرشفاف تطبیق یابد. در نتیجه، ناشناخته ماندن سفارش متقابل ممکن است در نهایت بر قیمت‌ها اثر بگذارد.

شایان ذکر است تأثیر اجرای یک سفارش بر بازار، تحرکات قیمتی در جهت خلاف میل سرمایه‌گذار را تشدید کرده و هم‌زمان تحرکات قیمتی در جهت مورد انتظار او را تضعیف می‌کند. بنابراین، «اثر بازار» هنگامی که سفارش‌ها در بازارهای غیرشفاف با یکدیگر تطبیق داده شوند به حداقل می‌رسد؛ در حالی که در بازارهای متداول، تطبیق سفارش‌ها معمولاً این اثر را به حداکثر می‌رساند (بورس تهران، ۱۳۸۸).

۳-۲. سیر توسعه شبکه‌های معاملاتی تاریک و چگونگی پیدایش سفارش‌های پنهان

رشد استخرهای تاریک را می‌توان به دو تحول هم‌زمان نسبت داد: گسترش معاملات پربسامد و وضع مقرراتی که الزامات شفافیت پیش از معاملات را افزایش می‌داد. یکی از راهبردهای سودآور برای معامله‌گران الگوریتمی، بهره‌گیری از مزیت سرعت برای آگاهی از تمایلات معاملاتی سایر فعالان بازار و انجام معاملات بر پایه این اطلاعات

است؛ راهبردی که می‌تواند هزینه‌های معاملاتی سایر مشارکت‌کنندگان بازار را افزایش دهد.

در این زمینه، استخرهای تاریک به‌عنوان بسترهای معاملاتی تازه‌ای پدیدار شدند که به نیاز سرمایه‌گذاران برای ایجاد محیط‌هایی با شفافیت کمتر و کاهش خطر نشت اطلاعات پاسخ می‌دادند. برخی از این بسترها حتی به‌طور کامل از انجام معاملات الگوریتمی و پربسامد جلوگیری می‌کردند (Petrescu & Wedow, 2017).

نخستین شبکه معاملاتی غیرشفاف، «اینستیت» پس از ساعات رسمی بازار، در سال ۱۹۸۶ راه‌اندازی شد. یک سال بعد، شرکت ITG نیز در اواسط ۱۹۸۷ شبکه غیرشفاف خود را با نام «پوزیت» ایجاد کرد. عدم افشای حجم سفارش و اطلاعات پیش از معامله باعث شد این دو شبکه ظرف چند سال با استقبال گسترده مشتریان بین‌المللی مواجه شوند؛ به‌گونه‌ای که روزانه ده‌ها میلیون سهم در آن‌ها دادوستد می‌شد و حجم معاملات روزانه‌شان چندین برابر شبکه‌های معاملاتی متداول بود.

پس از استقبال گسترده از شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف و توسعه روزافزون ساختارهای تاریک، بورس‌ها و بازارهای متداول نیز برای حفظ رقابت‌پذیری، انواعی از سفارش‌های پنهان را معرفی کردند.

یکی از این موارد، سفارش‌های دوبخشی بود که معمولاً تنها توسط سرمایه‌گذاران نهادی قابل ثبت است. در این سفارش‌ها، حجم سفارش به دو بخش شفاف و پنهان تقسیم می‌شود. سفارش دوبخشی در صف سفارش‌ها قرار می‌گیرد، اما تنها بخش نمایان آن در عمق بازار نمایش داده می‌شود. زمانی که این بخش در ابتدای صف قرار گیرد، اجرا می‌شود و باقی‌مانده سفارش به انتهای صف بازمی‌گردد تا شانس دیگری برای اجرا بیابد. اجرای سفارش‌های دوبخشی معمولاً زمان‌برتر و پرهزینه‌تر از سفارش‌های نمایان مشابه است. همچنین این سفارش‌ها کاملاً پنهان نیستند، زیرا اطلاعات آن‌ها پس از اجرای کامل منتشر می‌شود. کارکرد اصلی آن‌ها جلوگیری از نوسان شدید قیمت در سفارش‌های سنگین خرید یا فروش است.

نوع دیگری از سفارش‌های پنهان، «سفارش‌های سریع» هستند. در این حالت، اگر سفارشی در بورس تطبیق نیابد، پیامی درباره تمایل به خرید یا فروش اوراق بهادار

مشخص به گروه کوچکی از تأمین‌کنندگان نقدینگی ارسال می‌شود. بدین ترتیب، این گروه از وجود سفارش پیش از انتشار عمومی آن آگاه می‌شوند. این پیام‌های کوتاه‌مدت عمدتاً برای سفارش‌های بزرگ و غیرقابل اجرا در بورس به کار می‌روند.

«معاملات بلوکی» نیز در بسیاری از بورس‌ها در دسته معاملات نهان قرار می‌گیرند. این معاملات توافقی خارج از سیستم اصلی بورس انجام می‌شوند؛ به این صورت که طرفین پس از توافق بر جزئیات معامله، سفارش خود را از طریق سامانه ویژه بورس برای معاملات بلوکی اجرا می‌کنند. در بیشتر بورس‌ها، معاملات بلوکی مشمول الزامات افشای پیش از معامله نیستند و اطلاعات آن‌ها تنها پس از قطعی شدن منتشر می‌شود. به همین دلیل می‌توان معاملات بلوکی را نیز نوعی معامله نهان دانست. از آنجا که این معاملات در خارج از جلسه اصلی و در سامانه جداگانه انجام می‌شوند، قیمت اوراق بهادار و شاخص بورس را تغییر نمی‌دهند. ویژگی اصلی این معاملات توافقی بودن آن‌هاست و برخلاف سایر سفارش‌ها، از امکان تطبیق پیوسته برای دستیابی به بهترین اجرا برخوردار نیستند.

با این حال، سهم کل سفارش‌های نهان در بازارهای متداول از حدود ۱ درصد در اواخر دهه ۱۹۹۰ به ۵ تا ۱۰ درصد در پایان دهه نخست قرن بیست‌ویکم افزایش یافت و پس از آن با سرعت بیشتری در بورس‌های مختلف گسترش پیدا کرد. بر اساس آخرین برآوردها، این سهم دست‌کم به ۳۰ درصد از کل معاملات در بازارهای بورس سهام رسیده است (بورس تهران، ۱۳۸۸).

تا پایان دهه نخست قرن بیست‌ویکم، بیش از ۱۰ بورس عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها اقدام به راه‌اندازی شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف کرده بودند. از جمله این شبکه‌ها می‌توان به شبکه غیرشفاف بورس نیویورک، بورس یورونکست و بورس بین‌المللی اوراق بهادار اشاره کرد.

انگیزه‌های اصلی بورس‌ها برای راه‌اندازی شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف را می‌توان

در چند محور خلاصه کرد:

- کاهش اثر بازار در معاملات بزرگ؛
- بهبود نقدشوندگی؛

- تضمین بی‌نامی معاملات و ایجاد اطمینان برای سرمایه‌گذاران؛
- تنوع‌بخشی به منابع درآمدی بورس‌ها؛
- مقرون‌به‌صرفه بودن اجرای معاملات؛
- پاسخ به الزامات «میفید» در اروپا؛
- بهبود قیمت‌گذاری و ایجاد ارزش افزوده؛
- فشار مشتریان برای ایجاد شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف؛
- ارائه سامانه‌های معاملاتی کم‌هزینه برای معامله‌گران؛
- مقابله با رقابت ناشی از سایر شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف.

مزایای شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف وابسته به بورس‌ها در مقایسه با سایر انواع چنین است:

- عدم تضاد منافع: زیرا بورس‌ها منفعتی در استفاده از اطلاعات معاملاتی ندارند.
- تضمین صحت و بی‌نامی معاملات: بورس‌ها هویت طرفین را کاملاً محفوظ نگه می‌دارند.
- نظارت کامل: این شبکه‌ها در محیطی تحت نظارت رسمی فعالیت می‌کنند.
- اتصال به دفتر مرکزی ثبت سفارش: که موجب اجرای بهتر سفارش‌ها و دسترسی به منبع عظیم نقدینگی می‌شود.
- منابع انسانی مجرب: بورس‌ها دارای تیم‌های متخصص در عملیات بازار هستند.
- مزیت تسویه: برخی از بورس‌ها فرآیند تسویه را تضمین می‌کنند و شبکه‌های غیرشفاف وابسته به آن‌ها نیز از این مزیت برخوردار می‌شوند (بورس تهران، ۱۳۸۸).

۳-۳. تعریف سفارش‌های پنهان و توصیف انواع آن‌ها

تعاریف گوناگونی درباره سفارش‌های پنهان در منابع مختلف ارائه شده است. در ادبیات متعارف این حوزه، سه اصطلاح «سفارش دوبخشی»^{۳۵}، «سفارش ناپیدا»^{۳۶} و «سفارش پنهان»^{۳۷} به چشم می‌خورد. شناخت هر یک از این مفاهیم و بررسی شباهت‌ها و تفاوت‌های میان آن‌ها می‌تواند در فهم دقیق‌تر مسئله نقش مهمی داشته باشد. در ادامه چند نمونه از تعاریف مطرح‌شده بیان می‌شود.

«سفارش‌های دوبخشی، سفارش‌های بزرگی هستند که به چند سفارش کوچک‌تر تقسیم می‌شوند. این سفارش‌ها معمولاً طبق یک برنامه خودکار در بازار اجرا شده و با هدف پنهان کردن اندازه واقعی سفارش به کار می‌روند.»

«سرمایه‌گذاری که قصد پنهان کردن سفارش‌های بزرگ خود را دارند، می‌توانند با استفاده از امکان «کتمان سفارش»، سفارش‌های ارسالی به بازار را به‌طور کامل مخفی کنند. این نوع سفارش‌ها «ناپیدا» نامیده می‌شوند.»

«سفارش پنهان نوعی روش سفارش‌گذاری است که به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد هنگام معامله حجم زیادی از دارایی‌هایی مانند سهام، اختیار معامله، قراردادهای آتی یا اوراق قرضه، گمنام باقی بمانند»^{۳۸}.

«سفارش پنهان روشی برای سفارش‌گذاری است که به معامله‌گران امکان می‌دهد هنگام انجام معاملات با حجم بالا - مانند سهام، اختیار معامله، قراردادهای آتی یا اوراق قرضه - هویت و قصد واقعی خود را گمنام نگه دارند.»

«سفارش‌های پنهان به معامله‌گران این امکان را می‌دهند که سفارش‌های محدود خود را در سامانه‌های معاملاتی - از جمله IOB^{۳۹} و ITBB^{۴۰} - ثبت کنند، بی‌آنکه سایر فعالان بازار از قیمت یا حجم سفارش آگاه شوند»^{۴۱}.

۳۵. Iceberg Order

۳۶. Invisible Order

۳۷. Hidden Order

۳۸. www.interactivebroker.com

۳۹. International Order Book (IOB)

۴۰. International Bulletin Board (ITBB)

۴۱. Service Announcement of London Stock Exchange, 02 February 2009

بورس اوراق بهادار تهران نیز در ماده ۱۲ «دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات»^{۴۲}، سفارش‌های دوبخشی را در کنار سفارش‌های «انجام و ابطال»^{۴۳} و «اجرای دوطرفه سفارش»^{۴۴}، به‌عنوان یکی از انواع روش‌های اجرای سفارش معرفی کرده است: «سفارش دوبخشی، سفارش خرید یا فروشی است که از دو بخش پنهان و آشکار تشکیل می‌شود. بخش آشکار سفارش در صف خرید یا فروش قرار گرفته و قابل رؤیت است، در حالی که بخش پنهان آن غیرفعال باقی می‌ماند. حجم هر یک از بخش‌های آشکار و پنهان توسط کارگزار تعیین می‌شود. اگر کل بخش آشکار سفارش معامله شود، به همان میزان از بخش پنهان فعال شده و در نوبت قرار می‌گیرد. حداقل کل سفارش و حداقل حجم بخش آشکار در سفارش‌های دوبخشی توسط بورس تعیین می‌شود.»

در مقایسه با سفارش‌های دوبخشی، سطح شدیدتری از کاهش شفافیت پیش از معاملات را می‌توان در معامله با «سفارش‌های ناپیدا» مشاهده کرد؛ چراکه در این نوع سفارش‌گذاری، سفارش‌ها به‌طور کامل پنهان می‌شوند. این سفارش‌ها حتی قیمت ارسال‌شده را نیز آشکار نمی‌کنند و به همین دلیل، اثری همچون عرضه نقدینگی پنهان در بازارهای سهام مبتنی بر ثبت سفارش دارند.

تفاوت اصلی میان سفارش‌های دوبخشی و ناپیدا آن است که در سفارش‌های ناپیدا، نه تنها اندازه سفارش‌ها، بلکه محل قرارگیری آن‌ها نیز ناشناخته است (Hautsch & Huang, 2011). در حالی‌که تاکنون آثار این نوع سفارش‌ها به‌طور کامل شناخته نشده یا به‌صورت جامع مطالعه نشده است، جذاب‌ترین جنبه آن‌ها امکان قرارگیری کاملاً پنهان در فاصله میان برترین مظنه‌های دو طرف بازار است؛ ویژگی‌ای که موجب می‌شود اجرای چنین سفارش‌هایی بدون هیچ تغییر قابل مشاهده‌ای در سایر مظنه‌ها انجام گیرد.

۴۲. دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۸ شورای عالی بورس، ماده ۱۲.

۴۳. Fill and Cancel Orders

۴۴. Two-Sided Order Execution

بر پایه تعاریف مطرح‌شده، «سفارش‌های پنهان» اصطلاحی عام برای انواع سفارش‌هایی است که جزئیات آن‌ها از دید سایر فعالان بازار نامشخص باقی می‌ماند. این اصطلاح گاه به «سفارش‌های ناپیدا» در بازارهای غیرشفاف - با استعاره «استخر تاریک» - اطلاق می‌شود و گاه به بخش پنهان سفارش‌های دوبخشی اشاره دارد (شریعتی‌نیا، حسن‌زاده سروستانی و صادقی شاهدانی، ۱۴۰۱).

۴. مزیت‌های پنهان‌سازی مظنه‌ها و سفارش‌ها (توسعه معاملات تاریک) در بازار سرمایه

۴-۱. مزیت‌های پنهان‌سازی مظنه‌ها (توسعه شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف) در بازار سرمایه
شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف توانسته‌اند مشکلات اجرای سفارش‌های حجیم در بازارهای چندبخشی را از طریق فراهم‌کردن دسترسی به بازارهای غیرشفاف و خارج از بورس کاهش دهند. برای نمونه، اجرای سفارشی معادل یک میلیون سهم در بازاری با مظنه‌های ۴۰۰ سهمی می‌تواند هزینه‌های اجرا (شامل کارمزدهای معامله و تسویه) و زمان تکمیل سفارش را به‌طور چشم‌گیری افزایش دهد.

در بازارهای متداول، نمایش سفارش می‌تواند قیمت را در جهتی برخلاف خواست مشتری تغییر دهد. به بیان دیگر، فرصت تطبیق سفارش با جریان مخالف به‌سادگی توسط مشارکت‌کنندگانی که سفارششان زودتر از سفارش مشتری ثبت شده است، از بین می‌رود.

در مقابل، ناشناخته ماندن هویت در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف به مشارکت‌کنندگان بازار امکان می‌دهد کنترل بیشتری بر انتشار اطلاعات داشته باشند. نتیجه این امر کاهش تأثیر سفارش‌های حجیم بر بازار و جلوگیری از مهندسی معکوس راهبردهای معاملاتی است.

یکی دیگر از مزایای شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف، انعطاف‌پذیری در تنظیم روابط با کارگزاران است. برای نمونه، خریدار می‌تواند در معامله با یک کارگزار مشخص، برای دسترسی به یک سامانه معاملاتی جایگزین مانند «بیدز»^{۴۵} پناه‌زنی کند و هم‌زمان برای سایر خدمات و جستجوهای کارمزد جداگانه‌ای به کارگزار بپردازد.

به بیان دیگر، در این سیستم‌ها خریداران با بهره‌گیری از الگوریتم‌های تجمیع‌کننده‌ای که کارگزاران برای مشاهده شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف دیگر فراهم می‌کنند و با پرداخت کارمزد، هزینه‌های جستجوی خود را کاهش می‌دهند (بورس تهران، ۱۳۸۸).

از آنجا که شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف سفارش‌ها را به‌طور داخلی و بدون انتشار مظنه‌ها تطبیق می‌دهند، استفاده از این شبکه‌ها در میان معامله‌گرانی که از راهبردهای مبتنی بر محاسبات کامپیوتری بهره می‌گیرند، رواج یافته است. سرمایه‌گذاران حقیقی نیز از مزایایی مانند تطبیق لحظه‌ای قیمت‌ها، حفاظت از اطلاعات و بی‌نامی سفارش‌ها در شبکه‌های مظنه‌دهی غیرعمومی برخوردار می‌شوند.

بر اساس آمار، تا سال ۲۰۱۰ میلادی در ایالات متحده حدود ۶۰ درصد مؤسسات، شامل ۷۰ درصد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، برای پنهان‌سازی سفارش‌های خود از شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف استفاده می‌کردند. همچنین آخرین تحقیقات انجام‌شده در همان سال، نزدیک به ۴۰ شبکه معاملاتی غیرشفاف را در سطح جهان شناسایی کرده است که بین ۱۰ تا ۲۰ درصد از حجم معاملات را به خود اختصاص داده بودند. با این حال، برآوردهای کنونی از سهم این شبکه‌ها ارقام بسیار بالاتری را نشان می‌دهد (بورس تهران، ۱۳۸۸).

۴-۲. مزیت‌های سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه

نخستین فایده سفارش‌های پنهان را می‌توان جلوگیری از شکل‌گیری «رفتار توده‌ای» (یا حرکت گله‌ای) دانست؛ پدیده‌ای که یکی از چالش‌های اساسی بازارهای سهام امروزی بوده و حتی از نظر برخی پژوهشگران، ریشه‌ای انسانی دارد. رفتار توده‌ای^{۴۶} به تمایل افراد برای تقلید از گروهی بزرگ‌تر - چه منطقی و چه غیرمنطقی - اطلاق می‌شود؛ در حالی که اگر افراد به‌صورت مستقل تصمیم بگیرند، ممکن است بسیاری از آنان آن انتخاب خاص را انجام ندهند.

دلایل متعددی برای بروز رفتار توده‌ای مطرح شده است. از جمله می‌توان به فشار اجتماعی برای همراهی با دیگران و نیز منطقی رایج اشاره کرد که بر اساس آن افراد خود را چنین متقاعد می‌کنند: «بعید است یک گروه بزرگ دچار اشتباه شود». این منطق، افراد را به پیروی از جمع در سرمایه‌گذاری ترغیب می‌کند، حتی اگر ریسک‌های جدی در آن سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد (Frey & Sandas, 2007).

سفارش‌های پنهان به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که اهداف معاملاتی خود را مخفی نگه دارند (De Winne & D'hondt, 2007). هنگامی که یک سرمایه‌گذار عمده - اغلب نهادی - از این نوع سفارش‌ها استفاده می‌کند، تغییرات قیمتی و نوسان در صف‌های خرید و فروش محدودتر می‌شود. این کاهش تغییرات موجب می‌گردد احتمال بروز رفتار توده‌ای کاهش یابد؛ زیرا معامله‌گران غیرفعال نشانه‌های آشکاری از بازار برای تقلید از دیگران مشاهده نمی‌کنند.

یکی دیگر از فواید مهم سفارش‌های پنهان، پوشش «ریسک در معرض^{۴۷}» برای معامله‌گرانی است که سفارش‌های نسبتاً بزرگی دارند. منظور از این ریسک، هزینه‌های احتمالی ناشی از آشکار شدن انگیزه‌های معاملاتی است. به‌عنوان نمونه، زمانی که سفارش افشا می‌شود، تحرک سمت مقابل بازار که از این افشاگری تأثیر می‌پذیرد، احتمال اجرای سفارش را افزایش می‌دهد؛ هرچند این اجرا معمولاً با هزینه‌های بیشتر و خارج از محدوده قیمتی مورد نظر انجام می‌شود. به بیان دیگر، معامله‌گر در چنین شرایطی ناچار است میان اولویت اجرای سفارش و کاهش ریسک در معرض، یکی را انتخاب کند (Cebirroglu & Horstb, 2013).

یکی دیگر از مزایای سفارش‌های پنهان، جلوگیری از «پیش‌دستی^{۴۸}» است. در حالی که افشای سفارش‌ها به اشکال مختلف - مانند پیش‌دستی یا کژگزینی^{۴۹} - موجب افزایش هزینه‌های معامله می‌شود (De Winne & D'hondt, 2007)، یکی از

۴۷. Exposure Risk

۴۸. Front running: misuse of information of other traders based on the reach of trading platform performed by brokers

۴۹. Adverse Selection

کارکردهای مهم سفارش‌های پنهان، کاهش احتمال بروز چنین پدیده‌هایی و به‌ویژه پیش‌دستی است (Cebiroglu, Hautsch & Horst, 2019).

یکی از مزایای قابل‌توجه سفارش‌های پنهان که برای نهادهای سرمایه‌گذاری و همچنین نهاد ناظر جذاب است، امکان «تقطیع» سفارش‌های بزرگ است. این ویژگی به سرمایه‌گذاران نهادی اجازه می‌دهد سفارش‌های خود را در محدوده‌های قیمتی مطلوب اجرا کنند. در نتیجه، با جلب رضایت سرمایه‌گذاران بزرگ، حجم نقدینگی بازار افزایش یافته و کیفیت رقابت در آن بهبود می‌یابد.

۵. نقاط منفی پنهان‌سازی مظنه‌ها و سفارش‌ها (توسعه معاملات تاریک) در بازار سرمایه

۵-۱. نقاط منفی پنهان‌سازی مظنه‌ها (توسعه شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف) در بازار سرمایه

نقاط منفی پنهان‌سازی مظنه‌ها را می‌توان در چند محور اصلی دسته‌بندی کرد:

۱) آسیب به فرایند کشف قیمت: استفاده بیش‌ازحد از شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف و توسعه بی‌ملاحظه معاملات تاریک می‌تواند فرایند کشف قیمت را مختل کرده و فاصله قیمت بازار را از ارزش بنیادی و ذاتی سهام افزایش دهد. این ناکارآمدی همچنین با بالا رفتن هزینه‌های معاملاتی ناشی از نبود شفافیت در مظنه‌های دو سوی بازار همراه است.

۲) تضعیف کارایی اطلاعاتی بازار: جداسازی جریان نقدینگی در بازارها به تدریج می‌تواند موجب جدایی جریان اطلاعات میان ذی‌نفعان شود. این موضوع یکی از مؤلفه‌های اصلی کارایی اطلاعاتی بازار - یعنی انتشار سریع و برابر اطلاعات برای همه - را به چالش می‌کشد. در نتیجه، با نقض شفافیت پیش‌ازمعامله به‌عنوان یکی از حقوق اساسی معامله‌گران در بازارهای الکترونیکی و سفارش‌محور امروزی، کارایی کلی بازار کاهش می‌یابد.

۳) تضعیف کارایی تخصیصی: دسترسی منصفانه به بازار و اطلاعات شرط اساسی رقابتی‌کردن بازار است. فراهم‌کردن شرایط برابر برای سرمایه‌گذاران در تخصیص بهینه منابع باعث می‌شود نقدینگی به سمت شرکت‌های با بهره‌وری بالاتر هدایت شود. بنابراین، هر ابزار یا ساختاری که مانع از دسترسی آزاد و برابر معامله‌گران به

بازار و اطلاعات شود، در عمل با مختل کردن فضای رقابتی، کارایی تخصیصی بازار را از بین می‌برد.

۴) **ریسک سوءاستفاده در استخرهای تاریک:** تحقیقات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده (SEC) نشان داده است که بسیاری از استخرهای تاریک فعال در این کشور نتوانسته‌اند سطح حفاظتی را که ادعا می‌کردند ارائه دهند و حتی در برخی موارد از مشتریان سوءاستفاده کرده‌اند (Petrescu & Wedow, 2017).

۲-۵. نقاط منفی سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه

مطالعات نشان می‌دهد که میان سفارش‌های پنهان و شفافیت پیش از معاملات تضاد معناداری وجود دارد. شفافیت پیش از معاملات در اصل به دسترسی منصفانه و سریع از طریق انتشار اطلاعات مربوط به معاملات، پیش از انجام آن‌ها، اشاره دارد.

یکی از مهم‌ترین اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران پیش از معامله به آن توجه می‌کنند، نظام عرضه و تقاضاست؛ چراکه این عامل می‌تواند روند حرکت قیمت در آینده را تا حدی قابل پیش‌بینی سازد. به‌طور کلی در شبکه‌های ارتباطی الکترونیکی^{۵۰}، به دلیل ماهیت و کیفیت معاملات و نحوه ارتباط طرفین پیش از انجام معامله، عرضه و تقاضا بیش از هر مؤلفه دیگری در تعیین قیمت اهمیت دارد. بنابراین، در بازار سرمایه، عرضه و تقاضا نقشی پررنگ‌تر و مؤثرتر از بازارهای دیگر ایفا می‌کنند. از این رو، هرگونه اختلال در نظام عرضه و تقاضا می‌تواند فاصله قیمت از ارزش واقعی سهام را افزایش دهد، به شکل‌گیری روندهای کاذب قیمتی دامن بزند و در نهایت منجر به کاهش کارایی بازار شود (شریعتی‌نیا، حسن‌زاده سروستانی و صادقی شاهدانی، ۱۴۰۱).

بدیهی است که با استفاده معامله‌گران از سفارش‌های پنهان، صف‌های خرید و فروش حالت کاذب پیدا می‌کنند و دیگر به‌عنوان نمادی معتبر از نظام عرضه و تقاضا قابل اتکا نیستند. از این رو، می‌توان گفت مسئله سفارش‌های پنهان در بازار سرمایه به‌مثابه یک تهاثر واقعی میان نقدشوندگی و شفافیت مطرح می‌شود (D'hondt, 2002).

یکی دیگر از مشکلات سفارش‌های پنهان، موانعی است که در مسیر کارایی اطلاعاتی بازار ایجاد می‌کنند. افزایش استفاده از نقدینگی پنهان، نگرانی‌های نظارتی را تشدید کرده و در نهایت می‌تواند بر کیفیت سازوکار کشف قیمت در بازارهای شفاف^{۵۱} اثر منفی بگذارد (Markets in Financial Instruments Directive, 2011).

به‌طور کلی، بروز نوسانات شدید قیمتی ناشی از اختلال در نظام عرضه و تقاضا می‌تواند به کاهش کارایی قیمت‌ها منجر شود. در همین راستا، به نظر می‌رسد که در شرایط تعادلی، پنهان کردن اهداف معاملاتی می‌تواند موجب عدم هماهنگی میان عرضه و تقاضای نقدینگی شده، نوسانات بیش‌ازحد قیمت را ایجاد کند و در نتیجه به کارایی قیمت آسیب بزند (Cebiroglu, Hautsch & Horst, 2019).

امروزه یکی از ارزش‌ها و شعارهای اصلی بازارهای سرمایه، فراهم کردن شرایط دسترسی منصفانه و برابر برای همه سرمایه‌گذاران است. اگر عدالت را جدا از سایر ارزش‌هایی چون شفافیت در نظر بگیریم، روشن می‌شود که این مفهوم در سایه سفارش‌های پنهان تا حد زیادی بی‌معناست. هنگامی که سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ برای پوشش ریسک در معرض خود به‌طور مداوم از سفارش‌های پنهان استفاده می‌کنند، سرمایه‌گذاران خرد عملاً در بی‌اطلاعی عمیق از عمق پنهان سفارش‌ها در سهم‌های مختلف باقی می‌مانند.

همان‌طور که در یک هشدار اشاره شده است: «باید مراقب بود مزایای کوتاه‌مدت معاملات غیرشفاف برای برخی معامله‌گران، وضعیت همه سرمایه‌گذاران را در بلندمدت با به‌خطر انداختن سازوکار کشف قیمت در بازارهای عمومی تضعیف نکند»^{۵۲}.

۶. نگرانی‌های تنظیم‌گری در رابطه با معاملات تاریک در بازار سرمایه

استخرهای تاریک در ابتدا به‌عنوان پناهگاهی در برابر معامله‌گران سوداگر معرفی شدند و تا حدی توانستند با حذف معامله‌گران معاملات پربسامد - که با استفاده از سرعت بالا اقدام به پیش‌دستی در برابر سفارش‌های حجیم سرمایه‌گذاران نهادی می‌کردند - به

۵۱. Light Pool Market

۵۲. SEC Chairman Shapiro, 2010

این هدف دست یابند. با این حال، امنیتی که این سرمایه‌گذاران انتظار داشتند اغلب توهمی بیش نبوده است؛ چراکه بر اساس گزارش‌های متعدد، معامله‌گران نهادی بارها با چنین وعده‌های نادرستی فریب خورده‌اند (Aguilar, 2015).

از سوی دیگر، اتکا به قیمت‌های مرجع در استخرهای تاریک نیز همواره بدون ریسک نبوده است. اگر این قیمت‌ها به‌موقع و با سرعت کافی به‌روز نشوند، معامله‌گران پربسامد می‌توانند با ارسال سفارش‌های محدود به یک بستر معاملاتی شفاف، اندازه عرضه و تقاضا را تغییر داده و سپس با ارسال سفارش به یک استخر تاریک از این تغییر موقت برای کسب سود استفاده کنند؛ رویکردی که عملاً به دست‌کاری قیمت مرجع منجر می‌شود (Petrescu & Wedow, 2017).

کمیته فنی سازمان بین‌المللی نهادهای ناظر بازار سرمایه نیز مجموعه‌ای از مسائل مرتبط با استفاده از استخرهای تاریک و سفارش‌های پنهان در بازارهای شفاف را شناسایی کرده است. این مسائل شامل تأثیر بر فرایند کشف قیمت، افراز احتمالی جریان اطلاعات و نقدینگی، و تهدید سلامت بازار به دلیل تفاوت‌های احتمالی در دسترسی به بازار و اطلاعات است (International Securities Exchange Commission, 2010).

۶-۱. کشف قیمت

کشف قیمت فرایندی است که طی آن قیمت جاری بازار برای یک اوراق بهادار تعیین می‌شود. این فرایند می‌تواند متأثر از معاملات انجام‌شده یا ارزش‌گذاری دارایی‌های موجود باشد. در بازار اوراق بهادار، کشف قیمت بر پایه عرضه و تقاضا شکل می‌گیرد؛ عاملی که نشان‌دهنده تمایل مشارکت‌کنندگان به انجام معامله در یک قیمت مشخص است و اطلاعات مربوط به معاملاتی را که واقعاً رخ داده‌اند، بازتاب می‌دهد. هرچه تمایل و مشارکت معامله‌گران بیشتر باشد، احتمال آنکه قیمت بازار دقیق‌تر باشد افزایش می‌یابد.

معامله بدون مظنه‌دهی به بازار پدیده‌ای تازه نیست؛ با این حال، این نگرانی وجود دارد که گسترش استخرهای تاریک و استفاده از سفارش‌های پنهان بتواند مانع از تحقق

کامل کشف قیمت شود. کمیته فنی سازمان بین‌المللی نهادهای ناظر بازار سرمایه، شفافیت پیش از معامله را یکی از عناصر کلیدی این فرایند می‌داند. اگر سفارش‌ها به اندازه کافی برای مشارکت‌کنندگان شفاف نباشند یا اطلاعات نابرابر و ناقصی از سفارش‌های آشکار موجود ارائه شود، فعالان بازار اطلاعات کافی برای شناسایی فرصت‌های معاملاتی در اختیار نخواهند داشت.

به طور کلی، گرچه سفارش‌های پنهان و بازارهای تاریک پیش از معامله نقشی در بهبود فرایند کشف قیمت ندارند، اما همواره این امید وجود داشته است که بتوانند از «سواری مجانی» معامله‌گران مقلد بر انگیزه‌های افشاشده سایر سرمایه‌گذاران جلوگیری کنند.

مطالعات اخیر نشان می‌دهد که استخرهای تاریک در شرایط هیجانی بازار، تأثیر چندانی بر ثبات ندارند. به بیان روشن‌تر، در دوره‌هایی که نوسانات بازار بسیار شدید است، معمولاً سفارش‌ها به استخرهای تاریک هدایت نمی‌شوند؛ زیرا در چنین شرایطی قیمت‌ها پیوسته در حال تغییرند و اجرای کند سفارش‌ها یا «قیمت‌گذاری مرجع ناقص» می‌تواند زیان‌های بزرگ‌تری را برای سرمایه‌گذاران به همراه داشته باشد (Petrescu & Wedow, 2016).

تنظیم‌گران برای حفظ سلامت بازار در حوزه نقدینگی پنهان، چند ملاحظه کلیدی را مدنظر قرار می‌دهند. این موارد عبارت‌اند از:

- ۱) **اولویت‌بخشی به سفارش‌های شفاف:** اطمینان از آنکه در شرایط قیمت برابر و در یک پلتفرم معاملاتی مشخص، سفارش‌های شفاف بر سفارش‌های پنهان مقدم باشند.
- ۲) **بهبود کشف قیمت:** تضمین اینکه توسعه استخرهای تاریک نسبت به حالتی که تنها سفارش‌های کوچک در بازار وجود دارد، موجب کاهش فاصله بین بهترین مظنه‌های دو سوی بازار^{۵۳} شود.
- ۳) **حفظ اصول شفافیت پیش از معامله:** محدود ماندن دامنه استثناها و اغماض‌ها از الزامات شفافیت پیش از معاملات.

۵۳. Price improvement over the National Best Bid/ Offer (NBBO)

۴) ارجاع قیمت‌ها به مراجع رسمی: الزام شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف به ارجاع قیمت‌ها به بورس‌های ملی برای افزایش هماهنگی و اعتبار قیمت‌ها.

کمیته فنی سازمان بین‌المللی نهادهای ناظر بازار سرمایه، شفافیت پس از معامله را نیز یکی از عناصر مهم فرایند کشف قیمت می‌داند. با این حال، انتشار اطلاعات مربوط به معاملات انجام‌شده در استخرهای تاریک معمولاً فراگیر و عمومی نیست. در برخی حوزه‌های قضایی، تنظیم‌گران تأکید کرده‌اند که حجم کل معاملات - از جمله معاملات مبتنی بر سفارش‌های پنهان - می‌تواند توسط بورس‌ها منتشر شود. با این وجود، تشخیص و شناسایی معاملات ناشی از سفارش‌های پنهان به سادگی امکان‌پذیر نیست.

۶-۲. امکان افراز اطلاعات و نقدینگی و جداسازی جریان‌ات آن‌ها

یکی از موضوعات مهم درباره استخرهای تاریک (شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف)، خطر «تکه‌تکه‌شدن جریان اطلاعات و نقدینگی» است؛ پدیده‌ای که زمانی رخ می‌دهد که تعداد زیادی استخر تاریک به‌طور هم‌زمان فعال باشند. هرچند تأثیر این شبکه‌ها باید مورد توجه قرار گیرد، شواهد نشان می‌دهد عوامل دیگری غیر از استخرهای تاریک نیز می‌توانند بر این تکه‌تکه‌شدن اثرگذار باشند.

افزایش تعداد استخرهای تاریک که به‌صورت جداگانه سازمان‌دهی می‌شوند، برای فعالان بازار در جستجوی نقدینگی چالش‌های متعددی ایجاد می‌کند. در کنار هزینه‌های اولیه ایجاد و نگهداری شبکه‌های معاملاتی متعدد و هزینه‌های اتصال یا دسترسی به آن‌ها، توسعه گسترده استخرهای تاریک می‌تواند مشکلاتی در حوزه تقسیم و انتشار اطلاعات ایجاد کند؛ مشکلاتی که ناشی از نبود شفافیت پیش از معامله و نیز احتمال عدم ادغام اطلاعات پس از معامله در میان شبکه‌های مختلف است.

به‌طور کلی، مگر در شرایطی که معامله‌گر امکان ارسال یا دریافت رسمی درخواست‌های معاملاتی (مانند مطلوب‌ها و تمایلات معاملاتی^{۵۴}) را داشته باشد، تنها راه برای آگاهی از کمیت و کیفیت نقدینگی موجود در یک استخر تاریک، هدایت یک

۵۴. Indication of interest (IOI)

سفارش به آن است. این موضوع باعث افزایش هزینه‌های جستجوی نقدینگی در بازار می‌شود؛ چراکه نقدینگی در این فضاها تکه‌تکه و غیرمتمرکز است.

در ادامه، چنین شرایطی می‌تواند اثرات منفی بر کارایی بازار داشته و فعالان را وادار کند پیش از هر اقدامی برای ارزیابی نقدینگی، اطلاعات چندین استخر تاریک را به‌صورت هم‌زمان ادغام کنند. بنابراین، توسعه بی‌حد و حصر شبکه‌های معاملاتی و سفارش‌های تاریک در بازار سهام می‌تواند با کاهش سرعت معاملات و افزایش هزینه‌های معاملاتی، کارایی عملیاتی و در نتیجه تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه را با چالش‌های جدی روبه‌رو سازد.

۳-۶. نقش عدالت و انصاف در سلامت بازار

بر اساس اصول بنیادین سازمان بین‌المللی نهادهای ناظر بازار سرمایه، یکی از سه هدف اصلی تنظیم‌گری بازار اوراق بهادار، تضمین منصفانه، کارآمد و شفاف بودن بازارهاست (International Securities Exchange Commission, 2010).

○ **دسترسی منصفانه به بازار:** در بازارهای معاملاتی، دسترسی برابر به اطلاعات برای همه سرمایه‌گذاران نقشی کلیدی در اجرای باکیفیت معاملات و تسهیل قیمت‌گذاری کارا دارد. البته این دسترسی تنها زمانی می‌تواند فرایند اجرای سفارش‌ها و کارایی قیمتی را بهبود بخشد که امکان دسترسی‌های ویژه و انحصاری به فرصت‌های معاملاتی وجود نداشته باشد. از این رو، تنظیم‌گر باید اطمینان حاصل کند که دسترسی به سامانه‌های معاملاتی یا بورس‌ها به‌طور عادلانه و عینی فراهم شده و بر معیارها، تأییدیه‌ها و رویه‌های مربوطه نظارت داشته باشد.

چالش‌ها در استخرهای تاریک: در زمینه استخرهای تاریک، تنظیم‌گران به‌طور ویژه نگران مسئله دسترسی منصفانه هستند. برای نمونه، پرسش‌هایی مطرح می‌شود مانند: آیا همه فعالان بازار شرایط معقولی برای عضویت در این شبکه‌ها دارند؟ یا آیا امکان هدایت عادلانه سفارش‌ها به تالارهای معاملاتی وجود دارد؟ اگر برخی معامله‌گران به‌طور ناعادلانه از دسترسی محروم شوند،

نگرانی‌ها افزایش می‌یابد. این نگرانی به‌ویژه زمانی جدی‌تر می‌شود که یک استخر تاریک سهم قابل‌توجهی از معاملات بازار را در اختیار گرفته و سایر فعالان امکان مشاهده اطلاعات نقدینگی درون آن را نداشته باشند.

ساختار دسترسی به استخرها: دسترسی به استخرهای تاریک بسته به ساختار اجرایی آن‌ها متفاوت است. در بسیاری از موارد، دسترسی به برخی سامانه‌ها یا فرایندها محدود به مشتریان خاص است. در مقابل، بورس‌ها، سیستم‌های معاملاتی چندمنظوره و یا جایگزین معمولاً دسترسی گسترده‌تری برای اعضای پلتفرم فراهم می‌کنند. اهمیت اصلی در این است که بورس‌ها و نهادهای نظارتی چگونه این دسترسی‌ها را مدیریت، تأیید یا محدود می‌کنند.

برای مثال، ممکن است بورس‌ها یا مقامات نظارتی از معامله‌گران بخواهند مجوز یا ثبت‌نام خاصی داشته باشند و الزامات مالی سخت‌گیرانه‌ای را رعایت کنند. البته مشتریان این سامانه‌ها می‌توانند از طریق کارگزار-معامله‌گران یا دسترسی مستقیم الکترونیکی، به معاملات بورس‌ها، سیستم‌های معاملاتی چندمنظوره و سایر سامانه‌های جایگزین دسترسی پیدا کنند.

○ دسترسی منصفانه به اطلاعات: کمیته فنی سازمان بین‌المللی نهادهای ناظر بازار سرمایه، نمایش مطلوبیت‌های معاملاتی بر بستری منصفانه و غیرتبعیض‌آمیز را یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های کلیدی در فرایند کشف قیمت می‌داند. هرچند در حوزه‌های قضایی مختلف ممکن است سطح متفاوتی از شفافیت پیش از معامله مورد نیاز باشد، کمیته تأکید می‌کند که تنظیم‌گران باید تضمین کنند همه معامله‌گران دارای شرایط مشابه در بازار، دسترسی برابر و عادلانه‌ای به اطلاعات معاملاتی داشته باشند. به بیان دیگر، هرگونه تفاوت در دسترسی به این اطلاعات نباید به شکل تبعیض‌آمیز به زیان گروهی از معامله‌گران تمام شود.

نگرانی‌ها درباره استخرهای تاریک: نگرانی‌های نظارتی زمانی افزایش می‌یابد که دسترسی به اطلاعات نقدینگی در استخرهای تاریک تنها برای بخشی از فعالان بازار فراهم شود. چنین وضعیتی نوعی «بازار دولایه» ایجاد

می‌کند که به فعالانی که به این اطلاعات دسترسی ندارند زیان می‌رساند. این موضوع به‌ویژه در رابطه با درخواست‌های معاملاتی مطرح است؛ درخواست‌هایی که حاوی اطلاعاتی درباره سفارش‌های معامله‌گران در یک شبکه غیرشفاف هستند و برای دریافت‌کنندگان آن فرصت‌های معاملاتی ویژه‌ای ایجاد می‌کنند؛ فرصت‌هایی که برای عموم معامله‌گران قابل دسترس نیست.

سازمان بین‌المللی نهادهای ناظر بازار سرمایه همواره بر ضرورت اصلاح دستورالعمل «بازار ابزارهای مالی» اتحادیه اروپا (MiFID) تأکید کرده و خواستار آن است که درخواست‌های معاملاتی به‌عنوان سفارش‌های قابل اجرا شناسایی شده و مشمول الزامات شفافیت پیش از معامله قرار گیرند.

۷. تجربه بازارهای متعارف بین‌المللی و کشورهای پیشرو در رابطه با پنهان‌سازی سفارش‌ها و مظنه‌ها

۷-۱. تجربه آمریکا

اولین شبکه معاملاتی غیرشفاف در ایالات متحده، شبکه پس از ساعات معاملاتی «اینستیت» بود که در سال ۱۹۸۶ میلادی راه‌اندازی شد. یک سال بعد، شرکت ITG نیز شبکه غیرشفاف خود را با نام «پوزیت» تأسیس کرد. عدم افشای حجم سفارش و اطلاعات پیش از معامله در این شبکه‌ها به‌سرعت موجب اقبال سرمایه‌گذاران بین‌المللی شد؛ به‌گونه‌ای که ظرف چند سال ده‌ها میلیون سهم به‌صورت روزانه در این شبکه‌ها معامله می‌شد و حجم معاملات روزانه آن‌ها چندین برابر شبکه‌های متداول افزایش یافت. موفقیت این ایده سبب شد تا به‌زودی رقبای متعددی در آمریکا و سایر کشورها ظهور کنند. شرکت‌هایی مانند «نیفکس»، «پایپ‌لاین» و «لیکوئیدنت» شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف خود را راه‌اندازی کردند که در این میان، «لیکوئیدنت» توانست موفقیت بیشتری به دست آورد.

شرکت ITG در سال ۲۰۰۲ میلادی به‌منظور بهبود نرخ اجرای سفارش‌ها در بازار رقابتی، سیستم «تطبیق پیوسته پوزیت» را معرفی کرد. با این حال، تا سال ۲۰۰۴

شبکه‌هایی مانند اینستینت، ITG، پایپ‌لاین، لیکوئیدنت و ملینیوم تنها حدود ۲ درصد از کل حجم معاملات بازار آمریکا را در اختیار داشتند (بورس تهران، ۱۳۸۸). در سال‌های بعد، استفاده از استخرهای تاریک رشد چشمگیری یافت. تا سال ۲۰۱۴ میلادی این شبکه‌ها حدود ۱۵ درصد از کل حجم معاملات بازار سهام آمریکا را به خود اختصاص داده بودند (Ratzlaff, 2023). تا سال ۲۰۱۹ این رقم به حدود ۴۰ درصد رسید. با این حال، پس از یک دوره رشد سریع، سهم استخرهای تاریک در سال‌های اخیر به سطحی نسبتاً پایدار رسیده است (Ibikunle, 2023).

۲-۷. تجربه تنظیم‌گری اتحادیه اروپا

مطالعات تاریخی نشان می‌دهد که تا اواخر دهه نخست قرن بیست‌ویکم، سیستم‌های معاملاتی جایگزین در اروپا - به جز شبکه‌های غیرشفاف کارگزار-معامله‌گر - به دلیل محدودیت‌های ساختاری تنها حدود یک درصد از حجم معاملات را در اختیار داشتند. با این حال، پس از اجرای دستورالعمل «مفید ۱» و حذف موانع رقابتی، برآوردها حاکی از آن است که سهم قابل‌توجهی از معاملات در قالب ساختارهای غیرشفاف انجام گرفته است. از جمله شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف مستقلی که فعالیت خود را به اروپا گسترش داده یا در این زمینه اعلام تمایل کرده‌اند می‌توان به «آی‌تی‌جی پوزیت»، «لیکوئیدنت»، «نیفکس یورو ملینیوم» و «پایپ‌لاین» اشاره کرد (بورس تهران، ۱۳۸۸). «مفید» یک چارچوب جامع تنظیمی و نظارتی برای بنگاه‌های ارائه‌دهنده خدمات مالی و بازارهای مالی اروپا است که از سال ۲۰۰۷ میلادی تدوین شده و تاکنون دو دستورالعمل بر پایه آن منتشر شده است. یکی از اصلاحات کلیدی در «مفید ۵۵۱» لغو تمرکز^{۵۶} ناشی از دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری بود. به بیان دیگر، پس از اجرای این دستورالعمل، بنگاه‌های مالی دیگر ملزم نبودند سفارش‌های خرید و فروش خود را صرفاً از طریق بورس‌های اوراق بهادار انجام دهند.

در نتیجه، در بسیاری از کشورهای عضو، بورس‌ها در معرض رقابت جدی سامانه‌های معاملاتی غیربورسی - از جمله شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف - قرار گرفتند.

۵۵. MiFID I

۵۶. Decentralization

این تغییر به تحقق یکی از اهداف اصلی میفید یعنی افزایش رقابت کمک کرد. رقابت جدید میان نهادها در حوزه‌هایی مانند کارمزد ثبت و اجرای سفارش‌ها، سقف‌ها و محدودیت‌های حجمی (که بر معاملات پربسامد نیز اثر گذاشت)، روش‌های ثبت سفارش و همچنین سرعت و سهولت اجرای آن‌ها، گزینه‌های متنوع و گسترده‌ای را پیش‌روی مشتریان قرار داد (Oxera, 2019).

در دوره اجرای «میفید ۱»، بیشتر استخرهای تاریک اروپا سفارش‌ها را با هر سطح حجمی پردازش می‌کردند و در نتیجه میانگین حجم سفارش در این استخرها بسیار پایین بود. هرچند در گذشته، برخی از استخرهای تاریک با رویکرد «معاملات بلوکی» فعالیت داشتند، اما به دلیل ناتوانی در تجمیع حجم کافی از معاملات، بسیاری از آن‌ها به تدریج از بازار خارج شدند.

از جمله مزایای این فضا برای مشتریان، وجود استخرهای انطباق زمان‌بندی شده^{۵۷} یا غیرمستمر است. در این استخرها، سفارش‌ها در یک زمان از پیش تعیین شده با یکدیگر تطبیق می‌یابند و تا پیش از آن، حداکثر نقدینگی ممکن جمع‌آوری می‌شود. این شیوه می‌تواند مشتریان را در برابر رفتارهای سوداگرانه - به‌ویژه الگوریتم‌هایی که با تکیه بر سرعت بالا به دنبال کسب اطلاعات هستند - محافظت کند^{۵۸}؛ زیرا با ایجاد یک تأخیر و جلوگیری از پردازش آنی سفارش‌ها، فرصت سوءاستفاده این الگوریتم‌ها کاهش می‌یابد (Petrescu & Wedow, 2017).

با اجرای دستورالعمل «میفید ۱»، سهم معاملات سهام در بورس‌های اصلی اروپا کاهش یافت؛ به‌طوری که امروزه کمتر از ۶۰ درصد کل معاملات در این بورس‌ها انجام می‌شود. جابه‌جایی بخشی از معاملات از بورس‌های اصلی به بسترهای جایگزین، موجب تکه‌تکه شدن^{۵۹} نقدشوندگی بازار شده است. افزون بر این، نبود شفافیت پیش از معامله در برخی از این بسترها، به تکه‌تکه شدن اطلاعات معاملاتی نیز منجر می‌شود.

۵۷. Scheduled-crossing Pools Match

۵۸. در این حالت الگوریتم‌ها نمی‌توانند به طور مؤثر از روش پینگ (Pinging) برای به‌دست آوردن تصویری لحظه‌ای از تقاضا و عرضه در یک نقطه زمانی خاص استفاده کنند.

۵۹. Fragmentation

چنین شرایطی می‌تواند روند کشف قیمت را با مشکل مواجه کند؛ زیرا تعداد بازیگرانی که به‌طور هم‌زمان در یک بستر شفاف فعالیت دارند کاهش می‌یابد (Oxera, 2019). یکی از اهداف اصلی «میفید ۲»^{۶۰} که در سال ۲۰۱۸ میلادی توسط اتحادیه اروپا منتشر شد، بهبود شفافیت بازار و ارتقای فرایند کشف قیمت بود؛ چراکه اجرای مفاد «میفید ۱» در عمل تا حدی این موارد را متزلزل کرده بود. اصلاحات جدید در «میفید ۲» با هدف افزایش حمایت از سرمایه‌گذاران و پوشش بسترها و فعالیت‌های معاملاتی نوین طراحی شد و شامل موارد زیر است:

۱) اجباری شدن معاملات سهام در بسترهای رسمی:

- سهام باید در بازارهای تنظیم‌شده، سیستم‌های چندجانبه معاملاتی یا بسترهای معاملاتی درونی معامله شوند.
- این قانون عملاً معاملات خارج از بورس از طریق شبکه‌های تلافی کارگزاران را ممنوع کرد.
- با این حال، شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای اجرای چنین معاملات، فعالیت خود را به بسترهای معاملاتی درونی منتقل کردند.

۲) محدودیت بر معاملات تاریک سهام - سازوکار «سقف حجم دوگانه»:

- معاملات سهام در استخرهای تاریک که پیش‌تر مشمول معافیت‌ها بودند، محدود شد.
- سقف مجاز: حداکثر ۴ درصد از حجم معاملات در هر بستر معاملاتی و ۸ درصد در کل بسترهای اتحادیه اروپا.
- استثنائات:
 - معافیت حجم بالا: معاملات بسیار بزرگ می‌توانند بدون الزام به شفافیت پیش از معامله انجام شوند (معمولاً شامل بلوک‌های بزرگ سهام).

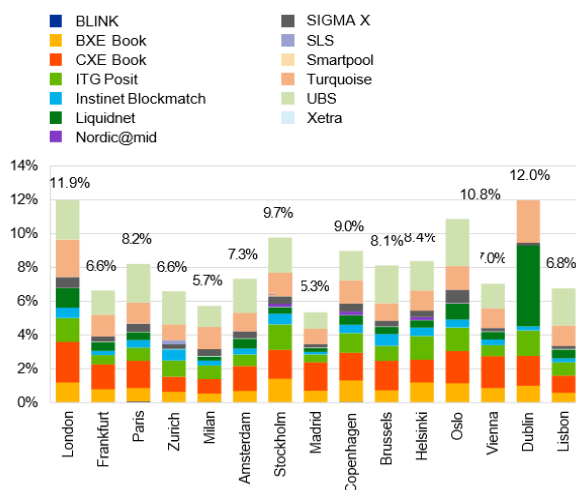
○ معافیت تسهیلات مدیریت سفارش: بسترهای معاملاتی می‌توانند سفارش‌ها را قبل از ورود به دفتر سفارش در یک سیستم جداگانه نگهداری کنند (ویژه معاملات پیچیده‌تر).

۳) اتکای استخرهای تاریک به قیمت مرجع در بسترهای شفاف:

- استخرهای تاریک معمولاً از قیمت‌های ارائه‌شده توسط بورس‌های شفاف، مانند «میانه بهترین قیمت خرید و فروش»، استفاده می‌کنند.
- در نتیجه، کشف قیمت در داخل استخر تاریک رخ نمی‌دهد و این استخرها برای تعیین قیمت به بورس‌های مرجع وابسته‌اند.
- به‌عنوان نمونه، بیشتر استخرهای تاریک مستقر در انگلستان، قیمت مرجع سهام خود را از بورس اوراق بهادار لندن دریافت می‌کنند.

تحلیل‌ها نشان می‌دهد که «میفید ۱» و «میفید ۲» در تحقق اهدافی چون افزایش رقابت، فراهم‌آوردن حق انتخاب گسترده برای سرمایه‌گذاران و کاهش کارمزدها موفق عمل کرده‌اند. با این حال، رشد معاملات خارج از بورس می‌تواند در آینده کیفیت فرایند کشف قیمت را با خطر مواجه سازد.

با در نظر گرفتن معاملات خارج از بورس، کمتر از ۴۰ درصد از کل معاملات سهام در اروپا در بورس‌های اصلی انجام می‌شود. این نسبت برای سهام شرکت‌های شاخص، مانند FTSE 100، DAX و IBEX حتی پایین‌تر است و در محدوده ۱۵ تا ۲۰ درصد قرار دارد (Oxera, 2019).



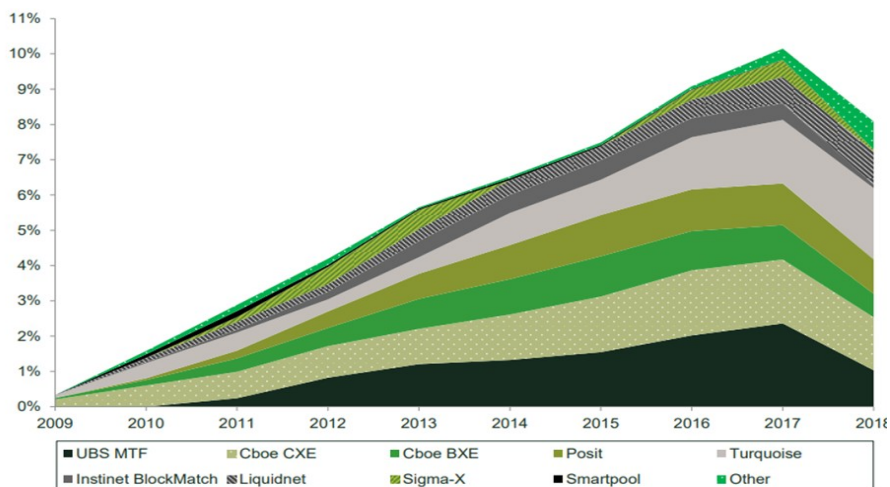
نمودار (۱): سهم ارزش معاملات سهام انجام‌شده در استخرهای تاریک، برای سهام فهرست شده در بازارهای مختلف

منبع: (Petrescu & Wedow, 2017)

استخرهای تاریک به‌ویژه در معاملات سهام فهرست‌شده در لندن برجسته‌اند و حدود ۱۲ درصد از کل حجم معاملات را مدیریت می‌کنند. این سهم برای شاخص FTSE 100 نیز حدود ۱۲ درصد و برای FTSE 250 به حدود ۱۵ درصد می‌رسد. بازار لندن به‌عنوان یکی از نقدشونده‌ترین بازارها، محیطی بسیار جذاب برای معاملات پربسامد به شمار می‌آید. افزون بر این، بخش قابل‌توجهی از صنعت فناوری مالی - که توسعه الگوریتم‌های معاملات پربسامد را نیز بر عهده دارد - در این بازار مستقر است. به همین دلیل، حضور گسترده معاملات پربسامد می‌تواند انگیزه‌های بیشتری برای استفاده معامله‌گران از استخرهای تاریک ایجاد کند (Petrescu & Wedow, 2017).

نمودار (۲) روند افزایش مداوم حجم معاملات پنهان در اروپا از سال ۲۰۰۹ میلادی را نشان می‌دهد. در این نمودار، محور عمودی (y) درصد معاملات پنهان از کل حجم معاملات انجام‌شده (برحسب ارزش) در بازارهای تنظیم‌شده و سیستم‌های چندجانبه معاملاتی را نمایش می‌دهد. دوره مورد بررسی از اول ژانویه ۲۰۰۹ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۸ است. کاهش حجم معاملات در استخرهای تاریک که از سال ۲۰۱۸ به

بعد مشاهده می‌شود، عمدتاً با محدودیت‌های حجمی معرفی شده در «میفید ۲» قابل توضیح است (Oxera, 2019).



نمودار (۲): روند افزایشی مداوم حجم معاملات پنهان در اروپا از سال ۲۰۰۹
منبع: (Petrescu & Wedow, 2017)

۳-۲. تجربه کانادا

گسترش شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف در کشورهای غیرآمریکایی نسبتاً محدود بوده است. در کانادا، برخلاف ایالات متحده و اروپا، این شبکه‌ها نتوانسته‌اند موفقیت چندانی کسب کنند. اگرچه تلاش‌های متعددی برای راه‌اندازی چنین بسترهایی انجام شد، اغلب آن‌ها با شکست مواجه شدند. دلایل این عدم موفقیت را می‌توان در عوامل زیر جستجو کرد (بورس تهران، ۱۳۸۸):

- ۱) عدم ادغام با جریان سفارش مشتریان: این شبکه‌ها نتوانستند به‌طور مؤثر با جریان سفارش‌های مشتریان هماهنگ شوند.
- ۲) خدمت‌رسانی سنتی مناسب بازار: بازار کانادا به‌طور سنتی خدمات کافی و کارآمدی از سوی سامانه‌های معاملاتی کارگزار-معامله‌گر و معامله‌گران دریافت می‌کرد و نیاز کمتری به شبکه‌های جایگزین داشت.

- ۳) ضعف اطلاع‌رسانی: برخی از شبکه‌ها با مشکلات جدی در اطلاع‌رسانی مواجه شدند که در نهایت به تضعیف اعتبار آن‌ها انجامید.
- ۴) ناسازگاری با وضعیت نقدینگی بازار: شرایط نقدینگی در بازار کانادا با نقش مورد انتظار از شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف همخوانی نداشت.
- ۵) ویژگی‌های خدمات کارگزار: امکانات کارگزاران برای سمت خرید به گونه‌ای بود که سرمایه‌گذاران می‌توانستند نقدینگی موردنیاز خود را به راحتی تأمین کنند و نیازی به شبکه‌های غیرشفاف احساس نمی‌شد.

تا سال ۲۰۰۵ میلادی، سیستم‌های معاملاتی جایگزین و شبکه‌های غیرشفاف در کانادا - شامل «لیکوئیدنت»، «پریمیتور» و «آی‌تی‌جی» - تنها حدود ۰.۲۲ درصد از کل حجم معاملات را در اختیار داشتند. در آن زمان، بیشتر معاملات اوراق بهادار در بازارهای متداول مانند بورس تورنتو، Chi-X و آلفا انجام می‌شد.

امروزه، حجم معاملات غیرشفاف در دفاتر ثبت سفارش متداول بازارهای کانادا به حدود ۱۵ درصد کل معاملات رسیده است. همچنین معامله‌گران کانادایی به طور فزاینده‌ای از سیستم‌های معاملاتی جایگزین استفاده کرده و سفارش‌های بیشتری را به شبکه‌های متقابل ارسال می‌کنند. برآوردها نشان می‌دهد که تا سال ۲۰۳۰، سهم این شبکه‌ها در اجرای معاملات می‌تواند به حدود ۳۰ درصد افزایش یابد.

به‌طور کلی، هنگام بحث درباره عمق بازار، نقش سفارش‌های پنهان انکارناپذیر است. برآوردها نشان می‌دهد که حدود ۴۴ درصد از حجم معاملات در یورونکست پاریس، ۳۰ درصد از حجم سهام تحت نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC)، ۲۶ درصد از اجرای سفارش‌ها در بورس اسپانیا و حدود ۱۷ درصد از حجم معاملات در نزدک، از سفارش‌های پنهان تشکیل شده‌اند (Cebiroglu, Hautsch & Horst, 2019).

۸. توصیف رویکرد تنظیم‌گری بازار سرمایه ایران و تجارب بورس‌های داخلی در این زمینه

در بازار سرمایه ایران، سفارش‌های پنهان نخستین‌بار در ماده ۱۲ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران شکل رسمی به خود گرفت. در این دستورالعمل، بورس اوراق بهادار تهران سفارش‌های دوبخشی را در کنار سفارش‌های «انجام و ابطال» و «اجرای دوطرفه سفارش» به‌عنوان یکی از شیوه‌های اجرای سفارش معرفی می‌کند. متن دستورالعمل چنین است:

«سفارش دوبخشی، سفارش خرید یا فروشی است که دارای دو بخش پنهان و آشکار است. بخش آشکار سفارش در صف خرید یا فروش قرار گرفته و قابل مشاهده است و بخش پنهان آن به‌صورت غیرفعال باقی می‌ماند. حجم بخش آشکار و پنهان سفارش توسط کارگزار تعیین می‌شود. در صورتی که کل بخش آشکار سفارش معامله شود، به همان میزان از حجم بخش آشکار، سفارش پنهان فعال شده و در صف قرار می‌گیرد. حداقل کل سفارش و حداقل حجم بخش آشکار در سفارش‌های دوبخشی توسط بورس تعیین می‌شود.»

در عمل، پیش از ارسال سفارش، معامله‌گر «حجم نمایی» را مشخص می‌کند و سپس سفارش او به قطعات کوچک‌تر به اندازه همان حجم نمایی تقسیم می‌شود؛ این قطعات به‌نوبت و پس از اجرای بخش قبلی به هسته معاملات ارسال می‌گردند. این سازوکار موجب می‌شود سایر معامله‌گران از حجم کلی سفارش آگاه نشوند.

با این حال، طبق بند سوم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران: «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود، مجرم بوده و به حبس تعزیری یا جزای نقدی محکوم است.» اما تاکنون تطبیق این قانون بر معامله‌گرانی که با سفارش‌های پنهان باعث کژکارکرد نظام عرضه و تقاضا می‌شوند، در پژوهش‌های داخلی کمتر مورد توجه قرار گرفته است. در عمل، پیش از سال ۱۳۹۴ سرمایه‌گذاران می‌توانستند به اختیار خود میزان بخش آشکار و پنهان سفارش را تعیین کنند. با این حال، پس از آنکه سفارش‌های دوبخشی به دلیل

ایجاد اختلال ساختاری و گمراهی سایر فعالان بازار به چالشی جدی بدل شدند، اداره نظارت بر بازار سازمان بورس در سال ۱۳۹۴ با هدف جلوگیری از تکرار چنین رویه‌های نادرست و ارتقای شفافیت، حداقل حجم بخش آشکار در سفارش‌های دوبخشی را ۳۰ درصد از کل حجم سفارش تعیین کرد^{۶۱}.

با افزایش انتقادات نسبت به پنهان‌سازی سفارش‌ها در بورس سهام و آشکار شدن آسیب‌های آن برای معاملات بازار سرمایه داخلی، سازمان بورس در اطلاعیه مصوب خرداد ۱۳۹۹ استفاده از «حجم نمایشی» در سفارش‌ها را ممنوع اعلام کرد. بر اساس این تصمیم، از خرداد ۱۳۹۹ به بعد ارسال سفارش صرفاً به صورت آشکار امکان‌پذیر بوده و معامله‌گران دیگر مجاز به ثبت سفارش‌های پیشرفته با قابلیت حجم نمایشی نبودند^{۶۲}.

۹. مطالعه و جمع‌بندی انواع رویکردهای تنظیم‌گری متعارف در حوزه معاملات تاریک

در پژوهش حاضر، با استفاده از اسناد مکتوب فارسی و لاتین در منابع معتبر، بررسی تجربه زیسته نهادهای تنظیم‌گر در بازارهای سرمایه داخلی و بین‌المللی و نیز انجام مصاحبه با خبرگان این حوزه، تمامی الگوهای تنظیمی ممکن شناسایی و دسته‌بندی شد. برای دقت بیشتر، موضوع به دو بخش مجزا تقسیم گردید:

- ۱) پنهان‌سازی سفارش‌ها (تاریک‌سازی معاملات در بازارهای شفاف)،
- ۲) پنهان‌سازی مظنه‌ها (توسعه شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف با استعاره استخرهای تاریک).

در همین چارچوب، چهار الگوی تنظیم‌گری متفاوت برای توسعه سفارش‌های پنهان در بورس‌های شفاف اصلی و پنج الگوی تنظیم‌گری متنوع در رابطه با توسعه شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف شناسایی شد. این الگوها در طیفی از «شفافیت بالا» تا «شفافیت پایین» تدوین گردیده و در قالب جداول زیر ارائه می‌شوند.

۶۱. خبرگزاری بورس پرس، کد خبری ۱۴۱۱۸، مصاحبه با پیمانی مورخ ۱۳۹۴/۰۴/۲۳

جدول (۱): انواع الگوهای تنظیمی در حوزه پنهان سازی سفارش ها

الگوی تنظیم گری سفارش های پنهان	تجربه ی الگو	توضیح الگوی تنظیمی
شفافیت کامل	تجربه بازارهای سهام ایران (از سال ۹۹ تاکنون)	پنهان سازی سفارش های ارسالی به سمت هسته معاملات - حتی بخش بسیار کوچکی از حجم کل سفارش - ممنوع بوده و بازار کاملاً شفاف است.
شفافیت نسبی	تجربه بازارهای سهام ایران (از سال ۹۴ تا سال ۹۹)	معامله گران مجازند در راستای امکان اجرای بهینه استراتژی های معاملاتی و افزایش نقدشوندگی حداکثر تا ۳۰ درصد از حجم سفارش های خود را پنهان نمایند. در این الگو باید حداقل ۷۰ درصد از حجم سفارش آشکار باشد. ملاحظات ی چون تعیین محدودیت برای استفاده کنندگان از این ابزار و اعطای اولویت به سفارش های آشکار در اجرا نسبت به سفارش های پنهان به عنوان پیش فرض در این الگوی تنظیمی در نظر گرفته می شود.
تاریک سازی نسبی	گزینه ی کامل کننده طیف شفافیت تا تاریک سازی کامل (توسط محقق افزوده شد)	معامله گران مجازند در راستای امکان اجرای بهینه استراتژی های معاملاتی و افزایش نقدشوندگی حداکثر تا ۶۰ درصد از حجم سفارش های خود را پنهان نمایند. در این الگو باید حداقل ۴۰ درصد از حجم سفارش آشکار باشد. ملاحظات ی چون تعیین محدودیت برای استفاده کنندگان از این ابزار و اعطای اولویت به سفارش های آشکار در اجرا نسبت به سفارش های پنهان به عنوان پیش فرض در این الگوی تنظیمی در نظر گرفته می شود.
تاریک سازی کامل	کلیه بورس های سهام متداول دنیا (بیش از ۱۰۰ بورس در سراسر	در این رویکرد تنظیمی به معامله گران اجازه داده می شود تا حجم سفارش های خود را به کلی پنهان نمایند. ملاحظات ی چون تعیین محدودیت برای استفاده کنندگان از این ابزار و اعطای اولویت به سفارش های آشکار در اجرا نسبت به

الگوی تنظیم‌گری سفارش‌های پنهان	تجربه‌ی الگو	توضیح الگوی تنظیمی
	دنیا) و تجربه بازارهای سهام ایران (قبل از سال ۹۴)	سفارش‌های پنهان به‌عنوان پیش‌فرض در این الگوی تنظیمی در نظر گرفته می‌شود.

جدول (۲): انواع الگوهای تنظیمی در حوزه پنهان‌سازی مظنه‌ها

الگوی تنظیم‌گری پنهان‌سازی مظنه‌ها	تجربه الگوی	توضیح الگوی تنظیمی
شفافیت کامل در نمایش در عمق سفارش‌های موجود در دو سوی بازار	بازارهای کنونی بورس سهام ایران	در این الگوی تنظیمی عمق سفارش‌های موجود در دو طرف بازار (مظنه‌های خرید و مظنه‌های فروش) در کلیه بازارهای سهام رسمی تحت نظارت، به‌صورت کامل برای معامله‌گران و فعالان بازار سرمایه افشا می‌شود؛ به‌گونه‌ای که کاربران به اطلاعات تجمیعی مربوط به کلیه سفارش‌های خرید و فروشی را که در دفتر ثبت سفارش‌های سهام مربوطه - باتوجه به محدودیت قیمتی روز معاملاتی و الزامات سفارش‌گذاری در بازار مربوطه - پذیرفته شده‌اند، دسترسی دارند. بدین ترتیب فعالان بازار می‌توانند تشخیص دهند که تا یک قیمت بخصوص چه حجمی از تقاضا (سفارش‌های خرید) و یا چه حجمی از عرضه (سفارش‌های فروش) در عمق بازار برای سهام موردنظرشان وجود دارد. در این رویکرد تنظیم‌گری توسعه شبکه‌های معاملاتی جایگزین و هرگونه بازار توافقی تاریک نیز توسط تنظیم‌گر ممنوع می‌شود.

الگوی تنظیم‌گری پنهان‌سازی مظنه‌ها	تجربه الگوی	توضیح الگوی تنظیمی
شفافیت نسبی در نمایش عمق سفارش‌های موجود در دو سوی بازار	تجربه بورس‌های سهام ایران تا قبل از ۱۵ فروردین ماه ۱۴۰۱	در این الگوی تنظیمی عمق سفارش‌های موجود در دو طرف بازار (مظنه‌های خرید و مظنه‌های فروش) در کلیه بازارهای سهام رسمی تحت نظارت، به‌صورت ناقص برای معامله‌گران و فعالان بازار سرمایه افشا می‌شود؛ به‌گونه‌ای که کاربران تنها به اطلاعات مظنه‌های برتر در دوطرف بازار (شامل پایین‌ترین قیمت‌های پیشنهادی در سمت سفارش‌های فروش و بالاترین قیمت‌های پیشنهادی در سمت سفارش‌های خرید) دسترسی داشته و دسترسی به عمق سفارش‌ها برای آن‌ها محدود شده است. در این شرایط تعداد مشخص و محدودی از مظنه‌های برتر توسط بورس‌ها نمایش داده می‌شود. به‌عنوان مثال بازارهای سهام متنوع در سراسر دنیا که این الگو را اجرا می‌کنند، برخی ۱۰ مظنه، برخی ۵ مظنه و برخی ۳ مظنه برتر در دو سوی بازار را افشا می‌کنند. در این رویکرد تنظیم‌گری نیز توسعه شبکه‌های معاملاتی جایگزین و هرگونه بازار توافقی تاریک توسط تنظیم‌گر ممنوع می‌شود.
تاریک‌سازی نسبی در نمایش عمق بازار با توسعه انحصاری بازارهای توافقی تاریک توسط تنظیم‌گر	ازجمله طرح‌های پیشنهادی این حوزه که هم‌اکنون در نهادهای خودانتظام در حال پیگیری است.	سیاست تنظیم‌گر در این الگوی تنظیم‌گری در رابطه با افشای اطلاعات مربوط به عمق سفارش‌های موجود در دو سوی بازار می‌تواند مشابه دو الگوی فوق افشای کامل و یا ناقص باشد؛ اما تفاوت این الگو با الگوهای یادشده این است که در الگوی کنونی، تنظیم‌گر با توسعه یک بازار توافقی تاریک جانبی که انحصاراً توسط خود

الگوی تنظیم‌گری پنهان‌سازی مظنه‌ها	تجربه الگوی	توضیح الگوی تنظیمی
		تنظیم‌گر مدیریت می‌شود، زمینه معاملات تاریک را در این بازار نیز در کنار بورس‌های شفاف اصلی برای معامله‌گران بزرگ و نهادی فراهم می‌کند. در این رویکرد انحصار توسعه بازار توافقی در اختیار تنظیم‌گر بوده و به نهادهای مالی اجازه تأسیس این‌گونه شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف و رقابت در این حوزه - باهدف امکان کنترل و نظارت بیشتر بر معاملات تاریک - داده نمی‌شود.
تاریک‌سازی نسبی در نمایش عمق بازار با توسعه رقابتی بازارهای توافقی تاریک توسط نهادهای مالی	بازارهای سهام در ایالات متحده آمریکا و اتحادیه اروپا	این الگو کاملاً مشابه الگوی سوم است با این تفاوت که در این رویکرد به نهادهای مالی کارگزاری‌ها اجازه داده می‌شود باهدف کاهش هزینه‌های معاملاتی و افزایش کارایی عملیاتی بازار، شبکه‌های معاملاتی جایگزین و استخرهای تاریک را در یک فضای بدون محدودیت و رقابتی (و البته تحت نظارت تنظیم‌گر) توسعه دهند.
تاریک‌سازی کامل در نمایش عمق سفارش‌ها برای یک یا چند بازار سهام رسمی توسط تنظیم‌گر	ازجمله طرح‌های پیشنهادی این حوزه که سال ۹۸ در سطح سازمان بورس و نهادهای خودانتظام برای بازار پایه فرا بورس ایران در حال پیگیری بود.	در این الگو سیاست تنظیم‌گر ایجاب می‌کند تا برخی بازارهای سهام رسمی و تحت نظارت و معاملات کلیه سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در این بازارها (که عمدتاً از استانداردهای نظارتی کمتری برخوردارند) به‌طورکلی تاریک شوند. بدین ترتیب یک بازار سهام رسمی - و نه یک بازار توافقی جنبی - کاملاً تاریک شده و عملاً امکان معامله سهام برخی شرکت‌ها در بورس‌های دارای شفافیت پیش از معاملات وجود نخواهد داشت؛ چراکه سهام شرکت مربوطه تنها در بازار یادشده

الگوی تنظیم‌گری پنهان‌سازی مظنه‌ها	تجربه الگوی	توضیح الگوی تنظیمی
		پذیرش شده است؛ بنابراین در این الگوی تنظیمی معاملات سهام برخی شرکت‌ها انحصاراً در ساختارهای تاریک می‌بایست انجام شود.

۱۰. تحلیل فقهی موضوع

در این پژوهش، با هدف افزایش روایی تحلیل فقهی، از روش سه‌سویه‌سازی استفاده شده است. بدین ترتیب:

(۱) **گام نخست:** پژوهشگر با بهره‌گیری از مطالعات کتابخانه‌ای به گردآوری داده‌ها پرداخته و با رویکرد توصیفی - تحلیلی، موضوع را از منظر فقهی بررسی کرده است.

(۲) **گام دوم:** برای تکمیل و تأیید یافته‌ها، گروه کانونی با حضور صاحب‌نظران و متخصصان فقه مالی و اقتصادی تشکیل شده است.

(۳) **گام نهایی:** بر پایه نتایج حاصل از تحلیل‌های فقهی و مباحث گروه کانونی، استفتائات موضوع مستحدثه پژوهش در قالب پرسش‌های تخصصی و همراه با جزئیات و ظرایف فقهی از دفاتر مراجع عظام تقلید صورت گرفته و ابعاد مجاز و غیرمجاز موضوع مشخص شده است.

در خصوص برگزاری گروه کانونی و اخذ نظر صاحب‌نظران فقه مالی، پنج نفر از خبرگان فقهی باتجربه در حوزه مسائل بازار سرمایه^{۶۳} به جلسه‌ای ویژه دعوت شدند.

۶۳ اعضای جلسه گروه کانونی مزبور و مشخصات آن‌ها در قالب جدول زیر ارائه می‌گردد:

اعضای گروه کانونی	تحصیلات و تجربیات مرتبط
سید محمد امین‌زاده	دکترای تخصصی حقوق/ عضو هیئت علمی دانشگاه/ عضو مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار
سید محمدتقی علوی	استاد سطوح عالی حوزه علمیه/ دارای تحصیلات عالیه علوم اقتصادی/ عضو کمیته فقهی سازمان بورس کشور

این نشست با هدف بررسی ابعاد فقهی موضوع پنهان‌سازی سفارش‌ها و تاریک‌سازی بازارها برگزار شد و به مدت ۱۵۰ دقیقه به طول انجامید. در این جلسه، دیدگاه‌های تخصصی آنان پیرامون ابعاد مختلف موضوع مورد بحث و استفاده قرار گرفت.

در مرحله نهایی پژوهش و به‌منظور تکمیل تحلیل‌ها و استدلالات فقهی حاصل از دو گام پیشین، استفتائات لازم از دفاتر مراجع عظام تقلید اخذ گردید. نظرات فقهی مراجع معظم، از جمله آیت‌الله سیستانی، آیت‌الله وحیدخراسانی، آیت‌الله خامنه‌ای، آیت‌الله جوادی آملی، آیت‌الله مکارم شیرازی، آیت‌الله شبیری زنجانی، آیت‌الله علوی گرگانی و آیت‌الله نوری همدانی در این زمینه دریافت شد.

جمع‌بندی تحلیل‌های فقهی و مطالعات تطبیقی، بر پایه روش سه‌سویه‌سازی صورت گرفت؛ بدین معنا که اعتبار یافته‌ها از سه منبع مستقل تأمین گردید:

۱) تحلیل‌های فقهی پژوهشگر با همکاری استادان راهنما و مشاور،

۲) مباحث مطرح‌شده در جلسه گروه کانونی خبرگان فقه مالی،

۳) استفتائات اخذشده از مراجع عظام تقلید.

نتیجه این فرایند در قالب مفاد زیر ارائه می‌شود:

۱) **پنهان‌سازی کامل سفارش‌ها** بر پایه قواعدی چون ممنوعیت غرر و غرور، قاعده تسبیب، قاعده لاضرر و نیز معامله نجش، از منظر فقهی مشروع نیست. البته قواعدی مانند قاعده سلطنت، قاعده حفظ نظام بازار و حتی قاعده لاضرر در شرایط خاص - و نه به‌طور عام - می‌توانند پنهان‌سازی محدود و کنترل‌شده سفارش‌ها را توجیه کنند. سیاست‌گذاری در این زمینه باید به‌گونه‌ای طراحی شود

دکترای تخصصی علوم اقتصادی/ عضو هیئت علمی دانشگاه/ عضو کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه	غلامعلی معصومی‌نیا
استاد سطوح عالی حوزه علمیه/ دکترای تخصصی علوم اقتصادی و عضو هیئت علمی دانشگاه/ عضو کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	مجید رضایی
استاد سطوح عالی حوزه علمیه/ دارای تحصیلات عالی علوم اقتصادی/ عضو شورای سیاست‌گذاری مرکز راهبری اقتصاد مقاومتی حوزه‌های علمیه	جواد عبادی

که خطر، ضرر و فریب ناشی از این نوع سفارش‌ها حذف گردد. از جمله ملاحظات تنظیمی می‌توان به اعمال محدودیت بر میزان پنهان‌سازی، محدودکردن آن به سرمایه‌گذاران نهادی، اعمال در چند بازار مشخص و نه همه بازارها، و اعطای اولویت به بخش آشکار سفارش‌ها در اجرا اشاره کرد. با این حال، در شرایط بازار سرمایه ایران، توجیه شرعی پنهان‌سازی سفارش‌ها بسیار دشوار است؛ چه اینکه حتی استفاده محدود از این ابزار تجربه موفق‌ی نداشته و در سال‌های اخیر نیز توسط نهاد ناظر به‌طور کامل ممنوع شده است.

(۲) **توسعه بازارها و سامانه‌های معاملاتی غیرشفاف (استخرهای تاریک)** تنها در شرایط خاص - مانند جلوگیری از اختلال یا دست‌کاری گسترده در تابلو معاملات - می‌تواند بر اساس قاعده حفظ نظام بازار یا قاعده لاضرر و به‌عنوان یک عنوان ثانوی، مشروعیت فقهی بیابد. با این حال، پنهان‌سازی کامل مظنه‌ها در چنین بازارهایی مصداق غرر در معاملات است و در صورت فقدان ملاحظات تنظیمی برای حفظ رقابت سالم، عدالت در دسترسی به بازار و اطلاعات و جلوگیری از انحصار، می‌تواند مصداق قاعده لاضرر نیز باشد. بنابراین، توسعه بی‌ملاحظه استخرهای تاریک، مشروعیت شرعی خود را از دست می‌دهد. غرری‌شدن معاملات در این بستر هم به دلیل ابهام در شرایط معامله و هم به دلیل نامشخص بودن ارزش مبیع (سهام) قابل استناد است.

(۳) **تمسک به قاعده اقدام** برای توجیه مشروعیت سفارش‌های پنهان یا بازارهای تاریک، اگر هم ممکن باشد، صرفاً در سطح فقه فردی قابل طرح است؛ در حالی که در سطح فقه حکومتی و با رویکرد تنظیم‌گری، نادیده‌گرفتن مفاسد ناشی از چنین ابزارهایی پذیرفتنی نیست. به باور بسیاری از فقهای مالی، حتی در فقه فردی نیز قاعده اقدام یا مسامحه عرف نمی‌تواند موجه باشد؛ چراکه شارع مقدس اجازه نمی‌دهد دارایی مردم ولو با اختیار خودشان در معرض خطر قرار گیرد. افزون بر این، در ساختارهای بازار سهام، معامله‌گران غالباً به‌طور جبری و نه اختیاری در چنین سازوکارهایی قرار می‌گیرند.

۴) کیفیت تاریک‌سازی بازارها در استنباط نهایی فقها بسیار تعیین‌کننده است. اگر مرجعیت قیمت در انحصار بورس‌های شفاف باشد و سامانه‌های غیرشفاف نیز اطلاعات قیمتی را به‌گونه‌ای دریافت کنند که هرگونه ابهام و خطر از سازوکار عرضه و تقاضا زدوده شود و قیمت مبنا در بازارهای تاریک بر اساس آخرین اطلاعات هم‌زمان در بازارهای شفاف تعیین گردد، در این صورت معاملات سهام حتی در استخرهای تاریک نیز غرری محسوب نشده و از نظر فقهی مشروع خواهد بود.

- ۵) جمع‌بندی گروه قانونی نشان داد که استدلال‌ها در دو دسته اصلی قرار می‌گیرند:
- استدلال‌هایی که به‌طور نسبی تاریک‌سازی بازارها و معاملات را توجیه می‌کنند.
 - استدلال‌هایی که بر محدودکردن یا منع این پدیده در بازار سرمایه تأکید دارند.

توجیه‌کنندگان تاریک‌سازی بازارها و معاملات معتقدند که شروط عمومی عقد بیع در این ساختارها نیز رعایت می‌شود؛ زیرا طرفین معامله در بازارهای تاریک نیز از قیمت آخرین معامله آگاه هستند و بنابراین نمی‌توان ادعا کرد که در استخرهای تاریک قیمت معامله نامعلوم است. به‌ویژه آنکه در بازارهای مبتنی بر سفارش، هر معامله‌گر قیمت مورد نظر خود را برای سفارش تعیین می‌کند.

این گروه همچنین استدلال می‌کنند که با توجه به دلایل و انگیزه‌های عقلایی ناظر برای کاهش دست‌کاری در معاملات و تابلوی بورس، می‌توان از قواعدی همچون قاعده لاضرر و قاعده حرمت اختلال در نظام بازار به‌عنوان عناوین ثانوی در حمایت از توسعه بازارهای تاریک استفاده کرد. افزون بر این، آنان قائل‌اند که قاعده اقدام مانع از صدق قواعد متعدد فقهی محدودکننده بر موضوع پنهان‌سازی سفارش‌ها و تاریک‌سازی بازارها می‌شود؛ حتی اگر این قواعد به‌عنوان حکم اولیه مطرح باشند.

فقه‌ای مخالف نیز ضمن پذیرش استدلال پژوهشگر درباره ضرورت محدودیت برخی ابعاد معاملات تاریک در بازار سهام، نکات تکمیلی دیگری را مطرح کرده‌اند. به باور آنان، اصل تراضی طرفین به‌عنوان یکی از شرایط اساسی

صحت عقد بیع - که در آیه ۲۹ سوره نساء نیز مورد تأکید قرار گرفته است - در سایه تاریک‌سازی بازارها و سفارش‌ها نقض می‌شود.

این دسته از فقها همچنین بر این باورند که اگر مفهوم عام «خطر» در قاعده لاضرر مبنا قرار گیرد، هرگونه پنهان‌سازی سفارش‌ها و تاریک‌سازی بازارها که دارایی سرمایه‌گذاران - به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد - را در معرض خطر قرار دهد، مصداق بارز قاعده ممنوعیت غرر خواهد بود و از این‌رو مشروعیت شرعی نخواهد داشت.

در پایان، نتایج استفتائات انجام‌شده از دفاتر مراجع عظام تقلید ارائه می‌شود. این استفتائات با توجه به اهمیت تفهیم کامل موضوع مستحدثه و نیز محدودیت‌های مکاتبه کتبی، به‌صورت حضوری و شفاهی پیگیری شد تا جزئیات مسئله و ابعاد مختلف آن برای دفاتر مراجع محترم به‌طور کامل روشن شود. نتایج به شرح زیر است:

جدول (۳): نتایج نهایی استفتائات انجام‌شده از دفاتر مراجع عظام تقلید

مراجع عظام تقلید	نظر فقهی مرجع محترم در رابطه با استفتای صورت‌گرفته
آیت‌الله سیستانی	اگر پنهان‌سازی سفارش‌ها و تاریک‌سازی بازارها منجر به نمایش خلاف واقع برای معامله‌گران بازار شده و گمراهی آنان را در پی داشته باشد از نظر شرعی اشکال دارد.
آیت‌الله وحید خراسانی	در پنهان نمودن سفارش‌ها و مظنه‌ها و معامله در چنین شرایطی تراضی متعاملین به‌عنوان شرط صحت معاملات نقض شده و معامله باطل است. همچنین هرگونه غرض عقلایی تنظیم‌گر در این زمینه نباید منجر به ازبین‌بردن تراضی معامله‌گران شود.
مقام معظم رهبری آیت‌الله خامنه‌ای	پنهان‌سازی سفارش‌ها و تاریک‌سازی بازارها فی‌نفسه اشکال ندارد و معامله صحیح است؛ مگر آنکه قیمت معامله و فرایند کشف قیمت را غرری کند که در آن صورت جایز نیست.
آیت‌الله شبیری	پنهان‌سازی سفارش‌ها و تاریک‌سازی بازارها باتوجه‌به سازوکار حراج در معامله

مراجع عظام تقلید	نظر فقهی مرجع محترم در رابطه با استفتای صورت گرفته
زنجانی	سهام در ارکان معامله خللی وارد نکرده و معاملات صحیح است؛ اما در صورتی که افراط در پنهان‌سازی و معاملات تاریک منجر به فریب و زیان سایرین شود از نظر شرعی اشکال دارد.
آیت‌الله مکارم شیرازی	اگر موضوع تاریک‌سازی بازارها و پنهان‌سازی سفارش‌ها اضرار به غیر را ولو بدون قصد آن در پی داشته باشد، جایز نیست.
آیت‌الله نوری همدانی	اگر موضوع تاریک‌سازی بازارها و پنهان‌سازی سفارش‌ها منجر به فریب معامله‌گران گردد (زمینه غش در معامله و تدلیس متعاملین را فراهم کند) حرام است. همچنین اگر توسعه معاملات تاریک قیمت مبیع را غرری نماید معاملات باطل است.

۱.۱. رتبه‌بندی الگوهای متنوع تنظیم‌گری تاریک‌سازی بازارها و معاملات

در این بخش، برای رتبه‌بندی الگوهای تنظیم‌گری استخراج‌شده از منظر کارایی بازار (صرف‌نظر از ملاحظات فقهی)، از آزمون ناپارامتریک فریدمن استفاده شده است. هدف از این تحلیل، ارائه تصویری جامع از ملاحظات و ترجیحات تخصصی مرتبط با ابعاد مالی و اجرایی تنظیم‌گری در حوزه سفارش‌های پنهان و بازارهای تاریک است؛ تصویری که حتی می‌تواند در مرحله موضوع‌شناسی بر قضاوت فقهی نهایی نیز تأثیرگذار باشد.

در فصل بعد، ملاحظات فقهی مرتبط با هر یک از الگوهای رتبه‌بندی‌شده در برابر آن‌ها تبیین خواهد شد. بدین‌ترتیب، ترکیب رتبه‌بندی تخصصی و ملاحظات فقهی، مشروعیت یا عدم مشروعیت هر یک از این الگوها را به‌عنوان یکی از اهداف اصلی پژوهش آشکار می‌سازد.

اجرای آزمون بر پایه داده‌های حاصل از آرای خبرگان صورت گرفته که از طریق پرسش‌نامه‌ای بر مبنای طیف لیکرت پنج‌درجه‌ای گردآوری شده است. برای این منظور، دو پرسش‌نامه مجزا طراحی گردید:

- یکی در رابطه با سفارش‌های پنهان (شامل ۴ الگوی تنظیمی)،
- و دیگری در رابطه با بازارهای تاریک (شامل ۵ الگوی تنظیمی).

خبرگان بازار سرمایه هر یک از این الگوها را بر اساس معیارهای تعیین شده از ۱ تا ۵ امتیازدهی کردند. رتبه‌بندی نهایی الگوها بر اساس تجمیع این امتیازات و با بهره‌گیری از نرم‌افزار SPSS انجام شد.

روایی پژوهش: در ارتباط با روایی پرسش‌نامه‌ها، شیوه گردآوری اطلاعات و پیمایش صورت گرفته در این پژوهش، توجه به نکات زیر ضروری است:

✓ استفاده از الگوهای معتبر: کلیه گویه‌های پرسش‌نامه مبتنی بر الگوهایی هستند که تجربه به‌کارگیری آن‌ها در بازارهای سهام داخلی، بین‌المللی یا کشورهای توسعه‌یافته وجود دارد؛ نه صرفاً پیشنهادی انتزاعی و فاقد سابقه عملی پژوهشگر.

✓ جلسات توجیهی برای خبرگان: با توجه به پیچیدگی و جزئیات موضوع، تکمیل پرسش‌نامه توسط خبرگان پس از برگزاری جلسات حضوری یا مجازی توجیهی انجام شد. در این جلسات پژوهشگر ابعاد متنوع هر یک از گویه‌ها را توضیح داده و ابهامات احتمالی را رفع کرده است.

✓ انتخاب خبرگان خشی و غیرذی‌نفع: جامعه خبرگانی شامل متخصصانی بود که علاوه بر تحصیلات مرتبط در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری، تجربه عملی در بازار سرمایه داشتند و منافع مستقیم آن‌ها به یک یا چند گویه خاص وابسته نبود. برای حفظ بی‌طرفی، گروه‌هایی مانند سهام‌داران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سبدگردانی و کارگزاری‌های خصوصی از جامعه آماری حذف شدند.

✓ تمرکز بر نهادهای تنظیم‌گر و دولتی: در پیمایش انجام شده، اولویت با اخذ نظرات کارشناسان نهادهای سیاست‌گذاری و تنظیم‌گری همچون مرکز پژوهش‌های سازمان بورس و مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، مدیران نهادهای نظارتی خودانتظام مانند بورس تهران و فرابورس ایران، و مدیران سرمایه‌گذاری و معاملاتی نهادهای مالی دولتی بوده است.

پایایی پژوهش: در این پژوهش، برای سنجش پایایی پرسش‌نامه‌ها از شاخص آلفای کرونباخ استفاده شد. نتایج نشان داد ضریب به‌دست آمده برای پرسش‌نامه نهایی

(شامل ۵ الگوی تنظیمی در حوزه تاریک‌سازی بازارها و ۴ الگوی تنظیمی در حوزه پنهان‌سازی سفارش‌ها) برابر ۷۶/۰ است. از آنجا که این مقدار بالاتر از حد آستانه ۷۰/۰ است، می‌توان نتیجه گرفت که ابزار تحقیق از پایایی قابل قبول برخوردار است.

اجرای آزمون رتبه‌بندی فریدمن: این آزمون با استفاده از نرم‌افزار SPSS انجام شده است.^{۶۴} هدف از اجرای آن، اطمینان یافتن از اینکه الگوهای تنظیمی استخراج شده از اهمیت یکسانی برخوردار نیستند؛ موضوعی که لازمه معناداری فرایند رتبه‌بندی به شمار می‌رود.

در این آزمون، فرضیه صفر بیان می‌کند که از دید خبرگان بازار سرمایه، رتبه یا میزان اهمیت الگوهای تنظیمی با یکدیگر برابر است. در مقابل، فرضیه جایگزین بر این تأکید دارد که دست‌کم رتبه دو الگو تفاوت معناداری با یکدیگر دارند. نتایج حاصل از آزمون فریدمن در جداول زیر ارائه شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی الگوهای تنظیمی در حوزه پنهان‌سازی سفارش‌ها

آمار محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
۵۴/۲۹۷	۳	۰/۰۰۰	۰/۰۵	رد H0

منبع: (یافته‌های تحقیق)

جدول (۵): نتایج آزمون تحلیل واریانس فریدمن در رابطه با رتبه‌بندی الگوهای تنظیمی در حوزه تاریک‌سازی بازارها

آمار محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
۳۰/۴۵۶	۴	۰/۰۰۰	۰/۰۵	رد H0

منبع: (یافته‌های تحقیق)

نتایج به دست آمده بیانگر رد فرض صفر در آزمون آماری اجرا شده است. این امر نشان می‌دهد که در هر دو گروه از الگوهای تنظیمی - چه در حوزه پنهان‌سازی

۶۴. روش اجرای آزمون فریدمن در نرم‌افزار SPSS:

سفارش‌ها و چه در حوزه بازارهای تاریک - هیچ دو الگویی از نظر خبرگان دارای اهمیت یکسان نیستند. بنابراین، فرایند رتبه‌بندی الگوها در هر دو حوزه معتبر و معنادار ارزیابی می‌شود.

در نهایت، نتایج حاصل از رتبه‌بندی الگوهای تنظیم‌گری در دو حوزه پنهان‌سازی سفارش‌ها و تاریک‌سازی بازارها - بر پایه آزمون آماری فریدمن و تحلیل نظرات خبرگان منعکس شده در پرسش‌نامه‌ها - در جداول زیر ارائه می‌گردد.

جدول (۶): رتبه‌بندی الگوهای تنظیمی در حوزه پنهان‌سازی سفارش‌ها

شماره	الگوی تنظیم‌گری	Mean rank	رتبه کسب‌شده
۱	شفافیت کامل	۳/۵۵	۱
۲	شفافیت نسبی	۳/۰۵	۲
۳	تاریک‌سازی نسبی	۱/۹۸	۳
۴	تاریک‌سازی کامل	۱/۴۲	۴

منبع: (محاسبات نویسندگان)

جدول ۷. رتبه‌بندی الگوهای تنظیمی در حوزه تاریک‌سازی بازارها

شماره	الگوی تنظیم‌گری	Mean rank	رتبه کسب‌شده
۱	شفافیت کامل در نمایش در عمق سفارش‌های موجود در دو سوی بازار	۴/۱۴	۱
۲	شفافیت نسبی در نمایش در عمق سفارش‌های موجود در دو سوی بازار	۳/۰۲	۳
۳	تاریک‌سازی نسبی در نمایش عمق بازار با توسعه انحصاری بازارهای توافقی تاریک توسط تنظیم‌گر	۳/۱۸	۲
۴	تاریک‌سازی نسبی در نمایش عمق بازار با توسعه رقابتی بازارهای توافقی تاریک توسط نهادهای مالی	۲/۴۳	۴
۵	تاریک‌سازی کامل در نمایش عمق سفارش‌ها برای یک یا چند بازار سهام رسمی توسط تنظیم‌گر	۲/۲۰	۵

منبع: (محاسبات نویسندگان)

پیشنهادهای نهایی در حوزه تنظیم‌گری بازارهای تاریک و سفارش‌ها پنهان

الف) افزایش و ویژه‌سازی بازارها: با تقسیم‌بندی بازارها و طراحی هر یک متناسب با ویژگی‌های فرهنگی و اندازه سرمایه‌گذاران و معامله‌گران، بسیاری از آسیب‌ها، دست‌کاری‌ها و نوسانات قیمتی کاهش می‌یابد. در این صورت، نیازی به سطوح بالاتر و کنترل‌نشده از تاریک‌سازی - که می‌تواند خود تهدیدی برای کارایی قیمتی باشد - برای مدیریت دست‌کاری‌های قیمتی و کاهش اثرات معاملات بزرگ وجود نخواهد داشت.

ب) به‌کارگیری سازوکارهای ابهام‌زدا در استخرهای تاریک: چنانچه بتوان در بازارهای تاریک جانبی، سازوکاری ایجاد کرد که فرآیند کشف قیمت بدون هرگونه ابهام یا زیان احتمالی انجام شود، و قیمت‌های مبنا در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف به‌طور شفاف و دقیق منعکس‌کننده شرایط لحظه‌ای بازار باشند (نه صرفاً آخرین معاملات انجام‌شده)، بخش عمده‌ای از شبهات فقهی در این حوزه رفع خواهد شد. یکی از پیشنهادهای عملی در این زمینه، نمایش برخط نقطه میانی بین بهترین مظنه‌های خرید و فروش است؛ معیاری که می‌تواند جایگزینی مناسب برای «قیمت پایانی» یا «قیمت تابلو» بوده و اطلاعات عمیق‌تر و دقیق‌تری را در اختیار فعالان بازار قرار دهد.

ملاحظات حقوقی
- پیروی 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 پایان‌نامه کارشناسی ارشد با عنوان «طراحی الگوی تنظیم‌گری پنهان‌سازی سفارشات و مظنه‌ها در معاملات سهام بر اساس فقه امامیه» آقای محمدحسین شریعتی‌نیا که به راهنمایی آقای دکتر حسین حسن‌زاده سروستانی و مشاوره آقای دکتر مهدی صادقی شاهدانی در دانشگاه امام صادق علیه‌السلام در سال ۱۴۰۱ دفاع شده است.

کتابنامه

- حسینی خامنه‌ای، سید علی (۱۳۹۳). رساله آموزشی: احکام معاملات ایران. تهران: دفتر حفظ و نشر آثار حضرت آیت‌الله العظمی خامنه‌ای.

- ۲) خراسانی، شیخ محمدکاظم (۱۴۰۹ق). *کفایه الاصول*. ایران، قم: مؤسسه آل البيت.
- ۳) خراسانی، شیخ محمدکاظم (۱۴۱۰ق). *درر الفوائد فی الحاشیة علی الفرائد*. ایران، قم: مؤسسه الطبع والنشر التابعة لوزارة الثقافة والإرشاد الإسلامي.
- ۴) سیستانی، علی (۱۴۱۴ق). *قاعده لا ضرر و لا ضرار*. لبنان، بیروت: مکتب آیة الله العظمی السید السیستانی.
- ۵) شریعتی نیا، محمدحسین؛ حسن زاده سروسستانی، حسین؛ و صادقی شاهدانی، مهدی. (۱۴۰۱). *تحلیل سفارش های پنهان در معاملات سهام براساس قاعده ممنوعیت غرر در فقه اسلامی*. *مطالعات اقتصاد اسلامی*، ۱۴(۲)، ۴۹۷-۵۳۲.
- ۶) بورس تهران (۱۳۸۹). *دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران*، مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۸. ایران، تهران: بورس تهران.
- ۷) مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۰). *قواعد الفقهیه*. ایران، قم: مدرسه امام علی بن ابی طالب.
- ۸) موسوی خمینی، سیدروح الله (۱۴۱۵ق). *البیع*. ایران، قم، مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).
- ۹) موسوی خمینی، سیدروح الله (۱۴۲۲ق). *استفتائات*. ایران، قم: مؤسسه النشر الاسلامی.

Reference

- 1) Aguilar, L. (2015). Shedding light on dark pools. Securities and Exchange Commission Public Statement, available at [sec.gov/news/statement](https://www.sec.gov/news/statement)
- 2) Gozluklu, A. E. (2009). Pre-trade transparency and informed trading: An experimental approach to hidden liquidity. In *ESA European Meeting*.
- 3) Avellaneda, M., Reed, J., & Stoikov, S. (2010). Forecasting prices in the presence of hidden liquidity. *Preprint*.
- 4) Bessembinder, H., Panayides, M., & Venkataraman, K. (2009). Hidden liquidity: an analysis of order exposure strategies in electronic stock markets. *Journal of Financial Economics*, 94(3), 361-383.
- 5) Gresse, C. (2017). Effects of lit and dark market fragmentation on liquidity. *Journal of Financial Markets*, 35, 1-20.
- 6) Cebiroglu, G., Hautsch, N., & Horst, U. (2019). Order exposure and liquidity coordination: Does hidden liquidity harm price efficiency?. *Market Microstructure and Liquidity*, 5(01n04), 2050002.

- 7) Cebirroglu, G., & Horstb, U. (2013). Determinants and Impact of Hidden Liquidity. 649 SFB discussion papers. SFB649DP2012-023. Sonderforschungsbereich 649. Humboldt University. Berlin. Germany.
- 8) De Winne, R., & D'hondt, C. (2007). Hide-and-seek in the market: placing and detecting hidden orders. *Review of Finance*, 11(4), 663-692.
- 9) D'Hondt, C. (2002). The Relationship between Liquidity and Transparency: A Minimum of Opaqueness for a Sufficient Market Liquidity. In *29th European Finance Association (EFA) Annual Meeting-Doctoral Seminar*.
- 10) Banks, E. (2010). *Dark pools: The structure and future of off-exchange trading and liquidity*. Springer.
- 11) Esser, A., & Mönch, B. (2007). The navigation of an iceberg: The optimal use of hidden orders. *Finance Research Letters*, 4(2), 68-81.
- 12) Frey, S., & Sandas, P. (2009). *The impact of iceberg orders in limit order books* (No. 09-06). CFR working paper.
- 13) Degryse, H., De Jong, F., & Kervel, V. V. (2015). The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality. *Review of Finance*, 19(4), 1587-1622.
- 14) Zhu, H. (2014). Do dark pools harm price discovery?. *The Review of Financial Studies*, 27(3), 747-789.
- 15) Hautsch, N., & Huang, R. (2012). *On the dark side of the market: identifying and analyzing hidden order placements* (No. 2012-014). SFB 649 Discussion Paper.
- 16) Ibikunle, G. (2023). Dark trading: What is it and how does it affect financial markets? *Economics Observatory*.
<https://www.economicsobservatory.com/dark-trading-what-is-it-and-how-does-it-affect-financial-markets>
- 17) Vaananen, J. (2015). *Dark pools and high frequency trading for dummies*. John Wiley & Sons.
- 18) Kovaleva, P., & Iori, G. (2015). The impact of reduced pre-trade transparency regimes on market quality. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 57, 145-162.
- 19) Ye, L. (2016). Understanding the impacts of dark pools on price discovery. *arXiv preprint arXiv:1612.08486*.
- 20) Oxera report (2019). The design of equity trading markets in Europe. <https://www.fese.eu/publications/oxera-report-the-design-of-equity-trading-markets-in-europe/>

- 21) Petrescu, M., & Wedow, M. (2017). Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications. *ECB Occasional Paper*, (193).
- 22) Kovaleva, P., & Iori, G. (2015). The impact of reduced pre-trade transparency regimes on market quality. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 57, 145-162.
- 23) Retzloff, M., (2023). Dark Pool; A privately organized financial exchange or hub where securities, derivatives, and other financial assets are traded. <https://www.wallstreetoasis.com/resources/skills/trading-investing/dark-pool>
- 24) Technical committee of IOSCO (2010). issues raised by dark liquidity, the international organization of securities commissions;
- 25) <https://www.support.bitfinex.com>.
- 26) <https://www.imam-khomeini.ir>.
- 27) <https://www.interactivebrokers.com>.
- 28) <https://www.Investopedia.com>.

Explaining the Jurisprudential and Executive Challenges of the Participation Contract in Iran's Banking System and Presenting the General Principles and Criteria for its Redesign

Author: Mohammad Zarei Mahmoudabadi | Mahdi Roayaei*

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.246947.1914>

تبیین چالش‌های فقهی و اجرایی قرارداد مشارکت در نظام بانکداری ایران و ارائه مبانی و ضوابط کلی بازطراحی آن

نویسندگان: محمد زارعی محمودآبادی | مهدی رعایایی*

پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.246947.1914>



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 uphold.



Explaining the Jurisprudential and Executive Challenges of the Participation Contract in Iran's Banking System and Presenting the General Principles and Criteria for its Redesign

Mohammad Zarei Mahmoudabadi: PhD in Jurisprudence and Fundamentals of Islamic Law, Faculty of Theology, Islamic Studies and Guidance, Imam Sadiq University, Tehran, Iran; Seminary Scholar at the Advanced (Kharij) Level and Researcher.

zareim@isu.ac.ir | 0009-0009-3866-8704

Mahdi Roayaei: PhD in Economics, Research Institute Hawzah and University, Qom, Iran (Corresponding Author).

roayaei@rihu.ac.ir | 0000-0002-0866-3007

Abstract

1. Introduction and Objective

The adoption of the Usury-Free Banking Law in Iran in 1983 was a significant development in the attempt to align modern financial practices with Islamic jurisprudence. The central objective of this law was to eliminate *riba* (usury) from banking operations and to substitute it with contracts that are both Sharia-compliant and economically viable. Among these contracts, the partnership contract ('*Aqd al-Mushārah*') holds a distinguished position. Unlike transactional contracts such as *murabaha* or *ijara*, which in many cases resemble conventional lending instruments, the partnership contract is intended to embody the fundamental Islamic economic values of cooperation, mutual risk-sharing, and equitable distribution of profit and loss.

Despite these ambitions, more than four decades of practical experience demonstrate that the system, particularly in the field of partnership contracts, has not lived up to its expectations. Instead of fostering genuine cooperation between banks and clients, the contracts often reproduce the same dynamics as interest-based loans, leading to jurisprudential criticisms and practical inefficiencies. This divergence between the normative ideals of Islamic banking and the realities of its practice has created persistent doubts both within scholarly discourse and among the public, weakening trust in the credibility of usury-free banking.

The purpose of this article is twofold. First, it seeks to identify and analyze the jurisprudential and administrative challenges inherent in the current application of partnership contracts in Iran's banking system. Second, it aims to propose a framework of principles – positive principles that should be actively implemented, and negative principles that should be carefully avoided – that can guide the redesign of these contracts in ways consistent with both Sharia and economic functionality. By systematically examining these challenges and principles, this study hopes to contribute to a clearer understanding of the gap between theory and practice in Islamic banking and to suggest pathways for meaningful reform.

2. Problem Statement

A close examination of the current implementation of partnership contracts reveals that they suffer from two broad categories of challenges: jurisprudential (fiqh-related) and administrative (operational).

Jurisprudential Challenges

The first set of problems arises from the legal and Sharia dimensions of the contract. Among the most prominent issues are:

- Predetermined settlement deadlines: By fixing a date for settlement regardless of actual profit or loss, the contract undermines the very essence of risk-sharing, which is supposed to be the hallmark of partnership.
- Mandatory compensation of damages and fines: Imposing conditions such as penalties for delays or obligations to cover losses effectively transforms the partnership into a debt-based transaction, resembling interest-bearing loans.
- Voluntary management of company assets by customers: In many cases, the bank delegates management entirely to the client, who may lack incentives to act in the best interest of both parties. This not only raises doubts about the authenticity of the partnership but also contradicts the principle of mutual oversight.
- Transformation of partnership into exchange contracts: By overloading contracts with additional clauses, banks often shift risks entirely onto the client, making the arrangement indistinguishable from a conventional lending contract.

These practices raise questions about the Sharia legitimacy of current contracts. They generate suspicion that, although labeled as

partnerships, the contracts in practice preserve the logic of *riba*, thus violating the foundational principle of usury-free banking.

Administrative Challenges

The second set of challenges stems from practical difficulties in administering partnership contracts:

- Adverse selection: Banks face difficulties in distinguishing between reliable and unreliable clients, leading to the risk of allocating resources to projects with poor prospects.
- Monitoring and supervision costs: Genuine partnership requires ongoing oversight of the project, but the costs of such supervision are often prohibitive, discouraging banks from fully engaging in the contract's spirit.
- Valuation of non-cash assets: Many projects involve contributions in the form of equipment, property, or intellectual capital. Accurately valuing such inputs remains a major obstacle, creating disputes over fair profit distribution.
- Information asymmetry: Clients often have more information about the viability of their projects than banks do, leading to mistrust and difficulties in profit calculation.
- Market risks and uncertainties: Fluctuations in economic conditions expose banks to additional risks, which they frequently attempt to mitigate through fixed-profit clauses, again undermining the principle of partnership.
- Increased operational costs: Compared to transactional contracts, partnership contracts are more complex, time-consuming, and expensive to administer, further discouraging banks from adopting them authentically.

Together, these jurisprudential and administrative challenges reveal why the current system falls short. Rather than facilitating genuine risk-sharing and equitable outcomes, partnership contracts are frequently reduced to formalities that mask conventional lending practices. This not only diminishes the practical effectiveness of Islamic banking but also erodes public trust by creating suspicion that usury has re-entered the system under another name.

3. Conclusion and Suggestions

The analysis above demonstrates that the redesign of partnership contracts is both necessary and urgent. Without structural reform, the usury-free banking system risks stagnation, formalism, and loss of

credibility. To ensure that contracts genuinely reflect Islamic values and economic rationality, the article proposes a framework of positive and negative principles.

Positive Principles (Ijābī)

These are principles that must actively guide the formation and implementation of partnership contracts:

1. Economic justice: Ensuring that neither party is unfairly disadvantaged and that profits and losses are shared equitably.
2. Circulation of wealth: Preventing concentration of financial resources among elites and ensuring access to credit for broader segments of society.
3. Respect for the essence of contracts: Preserving the original nature of partnership contracts without transforming them into disguised loan agreements.
4. Recognition of individual contributions: Respecting the work, expertise, or resources contributed by each party, even if non-financial.
5. Profit follows capital: Distributing returns strictly in proportion to invested capital and agreed terms, preventing one party from extracting disproportionate gains.
6. Consideration of public interest (maṣlaḥa): Aligning banking practices with the broader welfare of the Islamic community, ensuring that contracts contribute to social and economic development.
7. Pre-loan credit assessment: Requiring rigorous evaluation of clients' reliability and project viability before funds are allocated.

Negative Principles (Salbī)

These are pitfalls and prohibitions that must be avoided in redesigning contracts:

1. Prohibition of riba: Any clause that guarantees fixed returns irrespective of profit or loss must be excluded.
2. Avoidance of injustice: Contracts must not impose terms that systematically disadvantage one party, particularly clients.
3. Prohibition of gharar (uncertainty): Clauses that introduce ambiguity regarding profit, loss, or obligations must be avoided.

4. Prevention of harm: Neither party should impose conditions that cause undue damage to the other.
5. Prohibition of wrongful acquisition of wealth: Contracts must prevent unjust enrichment, ensuring that gains are tied to genuine contributions.
6. Avoidance of excessive hardship: Terms that create unbearable burdens for either party should be prohibited, and mechanisms for relief in cases of hardship must be included.
7. Avoidance of invalid conditions: Clauses that undermine the validity of the contract or contradict Sharia principles must be carefully excluded.

Suggestions for Implementation

To operationalize these principles, several practical steps can be suggested:

- Standardization of contracts: While preserving flexibility, banks should adopt standardized templates vetted by Sharia boards to ensure compliance.
- Creation of oversight institutions: Independent bodies could monitor implementation, ensuring that banks adhere to partnership principles rather than reverting to interest-like practices.
- Use of technology for monitoring: Digital platforms and fintech solutions could reduce supervision costs, making authentic partnerships more feasible.
- Specialization of banks: Certain banks could specialize in partnership-based financing, developing the expertise needed for accurate valuation and risk management.
- Education and training: Both bank employees and clients should be educated about the true nature of partnership, fostering a culture of trust and cooperation.

Final Remark

By grounding partnership contracts in these positive and negative principles, the usury-free banking system in Iran can move closer to its original mission: the creation of a financial order rooted in fairness, cooperation, and Sharia compliance. Such a redesign not only addresses the jurisprudential and administrative shortcomings of current practice but also strengthens public confidence in the system.

Ultimately, the success of usury-free banking depends not on formal labels but on substantive adherence to the principles of justice, equity, and partnership that lie at the heart of Islamic economics.

4. Keywords

Partnership Contract; Usury-free Banking; Jurisprudential and Executive Challenges; Partnership Contract Redesign; Positive Principles; Positive Negative.

5. JEL Classification: G21, Z12, E43.

تبیین چالش‌های فقهی و اجرایی قرارداد مشارکت در نظام بانکداری ایران و ارائه مبانی و ضوابط کلی بازطراحی آن

محمد زارعی محمودآبادی: دانش‌آموخته دکتری فقه و مبانی حقوق اسلامی، دانشکده الهیات، معارف اسلامی و ارشاد، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران؛ و طلبه سطح خارج و پژوهشگر zarei@isu.ac.ir
مهدی رعایایی: دانش‌آموخته دکتری علوم اقتصادی، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، قم، ایران (نویسنده مسئول) roayaei@rihu.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

نظام بانکداری بدون ربا در ایران پس از چهار دهه تجربه، هنوز با چالش‌های جدی روبه‌روست. یکی از مهم‌ترین عرصه‌ها، قراردادهای مشارکت است که به‌عنوان جایگزینی برای روابط ربوی طراحی شده‌اند اما در عمل با محدودیت‌ها و ایرادهایی مواجه هستند.

۲. بیان مسئله

بررسی وضع موجود نشان می‌دهد قراردادهای مشارکت در بانکداری ایران با دو دسته مشکل همراه‌اند:

- **چالش‌های فقهی** مانند تعیین زمان مشخص برای تسویه حساب، شرط جبران خسارت، مدیریت تبرعی مشتری و اعمال جریمه تخلف.
- **چالش‌های اجرایی** مانند ریسک انتخاب نادرست مشتری، ضعف نظارت، دشواری ارزش‌گذاری دارایی‌ها و افزایش هزینه‌های بانکی.

پژوهش‌های پیشین نیز نشان داده‌اند که این مشکلات باعث می‌شود اهداف واقعی بانکداری بدون ربا محقق نشود و شبهه ربوی بودن همچنان باقی بماند.

۳. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به این چالش‌ها، بازنگری و بازطراحی قراردادهای مشارکتی در نظام بانکی ایران ضروری است. این بازطراحی باید بر اساس دو دسته مبانی کلی انجام شود:

- **مبانی ایجابی:** عدالت اقتصادی، تداول و گردش اموال، رعایت مقتضای عقد، احترام به عمل مسلمان، تبعیت سود از سرمایه، مصالح نظام اسلامی و اعتبارسنجی متقاضیان تسهیلات.
- **مبانی سلبی:** پرهیز از ربا، ظلم، غرر، ضرر، اکل مال به باطل، عسر و حرج و تحریم حلال.

رعایت این اصول می‌تواند به اصلاح قراردادهای بانکی کمک کرده و زمینه تحقق واقعی بانکداری اسلامی را فراهم آورد.

واژگان کلیدی: قرارداد مشارکت؛ بانکداری بدون ربا؛ چالش‌های فقهی و اجرایی؛ بازطراحی قرارداد مشارکت؛ مبانی ایجابی؛ مبانی سلبی.

مقدمه

یکی از اهداف اصلی نظام جمهوری اسلامی ایران پس از پیروزی انقلاب اسلامی، حذف ربا از نظام بانکی کشور و جایگزینی روش‌های تأمین مالی منطبق با تعالیم اسلام بوده است. این هدف در «قانون عملیات بانکی بدون ربا» مصوب ۱۳۶۲/۰۶/۱۰ گنجانده و به بانک‌ها ابلاغ شد. براساس ماده ۷ این قانون، بانک‌ها مجازند به منظور ایجاد تسهیلات لازم برای توسعه فعالیت‌های تولیدی و خدماتی، بخشی از سرمایه و منابع خود را در قالب مشارکت تأمین کنند. این عقود به پنج دسته تقسیم می‌شوند: مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مضاربه، مزارعه و مساقات (موسویان، ۱۳۸۵، ص. ۱۲).

عقود مشارکتی، براساس مبانی فقهی و حقوقی، از ترکیب سرمایه شرکا شکل می‌گیرند و تمامی شرکا حق دخالت و نظارت بر فعالیت اقتصادی و مدیریت آن را دارند. از دیگر مفاهیم این قراردادها می‌توان به تقسیم سود و زیان در پایان فعالیت اقتصادی یا قرارداد به نسبت سرمایه هر شریک اشاره کرد (نصرآبادی، ۱۳۸۷). سایر ویژگی‌های قرارداد مشارکتی عبارت‌اند از: انتفاعی بودن، متغیر بودن نرخ سود، اذنی بودن قرارداد و نیازمند بودن به نظارت. در میان این عقود، «مشارکت مدنی» بیشترین سهم را دارد، زیرا بانک مرکزی سقف سود بیشتری برای آن تعیین کرده است. مشارکت مدنی نوعی خاص از مشارکت است که برخلاف مشارکت‌های تجاری، شخصیت حقوقی جدید ایجاد نمی‌کند و تابع مقررات حقوق مدنی است (کریمی و مرادی، ۱۳۹۴، ص. ۴۰).

اجرای صحیح و واقعی عقد مشارکت می‌تواند نتایج مطلوبی برای اقتصاد کشور به همراه داشته باشد؛ از جمله برقراری عدالت و قسط، کاهش هزینه‌های تولید، افزایش تولید و عرضه کل، توسعه سرمایه‌گذاری و ایجاد اشتغال (موسویان، ۱۳۸۰). با این حال، تجربه اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا در ایران نشان داده است که این عقود در عمل با مشکلاتی روبه‌رو هستند. مهم‌ترین چالش‌ها شامل نیاز به نظارت و دخالت در فعالیت اقتصادی و در نتیجه افزایش هزینه‌های بانک، بروز مشکل خطر اخلاقی و اطلاعات نامتقارن، بی‌اعتمادی نسبت به گزارش‌های سود و زیان ارائه‌شده توسط متقاضی، نااطمینانی نسبت به نتایج فعالیت اقتصادی و در نتیجه ریسک سوخت منابع و ریسک بازار، و همچنین ناهماهنگی قوانین موجود با سازوکار مشارکت واقعی است.

افزون بر این، حاکمیت نرخ ثابت سود در بانکداری بدون ربای ایران نیز چالشی جدی محسوب می‌شود.

در عمل، به دلیل این مشکلات، بانک‌ها تمایل کمتری به استفاده واقعی از عقود مشارکتی دارند و بیشتر به سمت استفاده از این عقود با نرخ سود ثابت حرکت کرده‌اند. چنین رویکردی سبب شده است: نخست، اهداف قانون بانکداری بدون ربا محقق نشود و شبهه ربوی بودن عملیات بانکی همچنان باقی بماند؛ دوم، اعتماد مردم به بانکداری اسلامی کاهش یابد؛ سوم، انگیزه لازم برای بانکداری مشارکتی به دلیل نرخ‌های مقطوع (که معمولاً کمتر از نرخ بازدهی بازار است) از بین برود؛ و چهارم، به دلیل عدم انطباق ساختار فعلی نظام بانکی ایران با استفاده واقعی از عقود مشارکتی، عملیات بانکی بیشتر جنبه صوری به خود گیرد و ناکارآمدی، هزینه‌های اضافی و رانت گسترده‌ای برای گروه‌های خاص ایجاد شود (علوی، ۱۳۸۸).

از این رو، تحقیق حاضر با بررسی عملکرد نظام بانکی ایران در اجرای عقد مشارکت و اشاره به چالش‌های فقهی و اجرایی آن، ضرورت بازطراحی قرارداد مشارکت در نظام بانکداری بدون ربا را یادآوری می‌کند. با این حال، بازطراحی این قرارداد باید براساس اصول و مبانی مشخصی صورت گیرد که هدف اصلی این پژوهش را تشکیل می‌دهد. در ادامه ابتدا پیشینه مطالعات انجام‌شده در این زمینه بیان می‌شود، سپس به ساختار بانکداری بدون ربا در کشور و وضعیت کنونی عقد مشارکت پرداخته و چالش‌های فقهی و اجرایی آن مرور خواهد شد. در نهایت نیز مبانی کلی بازطراحی عقد مشارکت در نظام بانکداری بدون ربا مطرح می‌شود.

۱. پیشینه پژوهش

هرچند مقالات متعددی به بررسی قرارداد مشارکت در نظام بانکی کشور پرداخته‌اند، اما درباره موضوع این مقاله، یعنی مبانی و ضوابط بازسازی و بازطراحی قراردادهای مشارکت در بانکداری بدون ربا، پژوهش مستقلی یافت نمی‌شود. در ادامه به مهم‌ترین مطالعات انجام‌شده در این زمینه اشاره می‌شود.

زارعی محمودآبادی و رعایانی (۱۴۰۳) در مقاله‌ای با عنوان «چالش‌های فقهی و اجرایی قرارداد مشارکت مدنی در نظام بانکداری ایران و راهکار اصلاح آن»، به بررسی فقهی قرارداد مشارکت مدنی و تحلیل چالش‌های آن با رویکرد اجتهادی پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد مهم‌ترین چالش فقهی این قرارداد، تغییر ماهیت عقد شرکت از یک عقد مشارکتی به عقد مبادله‌ای است. در نقد مفاد قرارداد نیز سبزه اشکال فقهی مطرح شده که از مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به مدیریت تبرعی مشتری بر اموال شرکت، تعهد به جبران خسارت، الزام مشتری به خرید سهم شرکت، مسئولیت جبران ضرر ناشی از اقدام قضایی، رهن قبل از ثبوت دین، ضامن کردن امین و تعهد به پرداخت هزینه‌های احتمالی اشاره کرد. همچنین برخی از چالش‌های اجرایی نظام بانکی کشور در این زمینه شامل ریسک انتخاب بد، مشکلات نظارتی، ارزش‌گذاری سرمایه‌های غیرنقدی و تغییر شرایط اقتصادی و ریسک بازار عنوان شده است.

حقانی، دلشاد معارف، میرداداشی و صادقی (۱۴۰۲) در مقاله‌ای با عنوان «مدیریت منابع مالی در مغایرت نرخ سود قراردادهای تسهیلات مشارکت مدنی چندمرحله‌ای بین مشتریان و بانک‌ها»، به ارائه راهکاری قانونی برای رفع ابهام و برطرف کردن چالش‌های موجود میان بانک و مشتریان در تقسیم سود پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد درج نرخ سود مغایر، به صحت قرارداد مشارکت خللی وارد نمی‌سازد و در صورت تحقق سود واقعی طرح، نه تنها در محاسبه اصل سرمایه و سود واقعی تغییری ایجاد نمی‌کند، بلکه در تعیین حداقل نرخ سود مورد انتظار نیز، سود مندرج در قرارداد اصلی مشارکت مدنی معیار تقسیم سود میان طرفین قرار خواهد گرفت.

حسینی و زارعی محمودآبادی (۱۴۰۲) در مقاله‌ای با عنوان «نظریه مساهمت ابتدایی در سود؛ تحول در مفهوم شرکت و بستری برای تحقق بانکداری اسلامی»، با مطالعه دیدگاه‌های فقها به روش استقرا و تحلیل داده‌ها به این نتیجه رسیده‌اند که مفهوم شرکت در اندیشه فقهای امامیه دچار تحول و تکامل شده است. به باور فقهای متأخر، اشاعه در تحقق شرکت شرط نیست، بلکه «مساهمت ابتدایی در سود» بدون نیاز به امتزاج اموال نیز کافی است. نویسندگان معتقدند پذیرش این برداشت از شرکت، می‌تواند چالش‌های

نظریه سنتی شرکت را برطرف کرده و زمینه‌ای نو برای تحقق بانکداری اسلامی فراهم آورد.

میثمی (۱۴۰۱) در مقاله‌ای با عنوان «آسیب‌شناسی کاربرد مشارکت مدنی در بانک‌های توسعه‌ای براساس نظر خبرگان و ارائه مرابحه پروژه‌ای به‌عنوان جایگزین»، به بررسی این مسئله پرداخته است که چالش‌های به‌کارگیری عقد مشارکت مدنی در بانک‌های توسعه‌ای کشور چیست و چه راهکار جایگزینی می‌توان ارائه کرد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در عمل، نه تسهیلات‌گیرنده و نه بانک، قصد و نیت مشارکت واقعی با یکدیگر ندارند و هدف اصلی آنان صرفاً «تأمین مالی با نرخ سود ثابت و از پیش تعیین‌شده با حداقل ریسک» است. از این رو، استفاده گسترده از عقد مشارکت مدنی با چالش‌هایی روبه‌رو است که برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارت‌اند از: تضمین بازپرداخت اصل و سود، عدم مشارکت بانک در زیان، قیمت‌گذاری پروژه تنها براساس سود مورد انتظار، محاسبه تعهدی سود حتی در دوره اجرای پروژه، و در نهایت دریافت وثیقه برای اصل، سود، وجه التزام و موارد مشابه.

غریبی، شریفی، شریفی و پارسا (۱۴۰۱-ج) در مقاله‌ای با عنوان «انحلال قرارداد مشارکت مدنی در نظام حقوق مدنی و بانکی ایران»، با رویکردی توصیفی - تحلیلی به بررسی عواملی پرداخته‌اند که موجب انحلال شرکت و اشاعه می‌شوند. نویسندگان در ابتدای مقاله یادآور می‌شوند که در نظام اجتماعی جامعه، که مبتنی بر روابط فرهنگی، حقوقی و سیاسی است، گاهی به دلیل علل ماهوی یا شکلی، چاره‌ای جز انحلال عقد وجود ندارد.

غریبی، شریفی، شریفی و پارسا (۱۴۰۱-ب) در مقاله‌ای با عنوان «اجرای قراردادهای مشارکت مدنی در نظام بانکی ایران»، به بررسی قراردادهای مشارکت مدنی و نحوه اجرای آن در نظام بانکی اسلامی ایران پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که برای اجرای قرارداد مشارکت مدنی، باید ضوابط اجرایی آن به‌طور دقیق رعایت شود. مهم‌ترین این ضوابط عبارت‌اند از: وجود صلاحیت‌های مالی و اخلاقی شریک، داشتن قابلیت فنی و مالی طرح، اخذ وثیقه و ثبت قرارداد مشارکت. در صورت فقدان هر یک از این ضوابط، بانک موظف به فسخ قرارداد خواهد بود.

اسدبیگی (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان «اعتبار شرط تضمین سود به نفع بانک در قراردادهای مشارکت مدنی بانک»، با روش تحلیلی - توصیفی به بررسی مشروعیت یا عدم مشروعیت قراردادهای مشارکت بانک‌ها که حاوی شرط تضمین سود هستند پرداخته و در پی ارائه راهکاری مبتنی بر موازین فقهی و حقوقی برای حمایت از منافع مشروع اشخاص و تحقق اهداف اقتصادی بانک‌هاست.

غریبی، شریفی، شریفی و پارسا (۱۴۰۱-الف) در مقاله‌ای با عنوان «سیاست بانکداری در ایران: مطالعه موردی اجرای قراردادهای مشارکت مدنی در نظام بانکی ایران»، با رویکردی توصیفی - تحلیلی به بررسی قراردادهای مشارکت مدنی و نحوه اجرای آن در نظام بانکی اسلامی ایران پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که برای اجرای قرارداد مشارکت مدنی باید ضوابط اجرایی آن به‌طور دقیق رعایت شود. مهم‌ترین این ضوابط عبارت‌اند از: وجود صلاحیت‌های مالی و اخلاقی شریک، داشتن قابلیت فنی و مالی طرح، اخذ وثیقه و ثبت قرارداد مشارکت. در صورت فقدان هر یک از این ضوابط، بانک موظف به فسخ قرارداد خواهد بود.

صادقیان، شیرین، عباسی و نیکروش (۱۴۰۱) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی عقد مشارکت در نظام بانکی ایران»، ضمن تبیین عقد مشارکت به‌عنوان یکی از روش‌های تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی در چارچوب بانکداری اسلامی، تقسیم سود و زیان در پایان فعالیت اقتصادی یا قرارداد را از اساسی‌ترین مفاهیم این عقد معرفی کرده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مهم‌ترین چالش‌های اجرای این قرارداد عبارت‌اند از: نحوه تقسیم سود و زیان، لازم‌بودن عقد برای بانک در عین جایز بودن آن، و الزام مشتری به خرید سهم‌الشرکه بانک.

حسینی (۱۴۰۰) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی علل عدم اجرای صحیح عقد مشارکت مدنی در بانکداری بدون ربا و راهکارهای اصلاح آن» بیان می‌کند که هرچند عقود مشارکتی در مقام نظری، به‌دلیل ابتنا بر مبانی فقهی، کمتر دچار مشکل هستند، اما آنچه به‌عنوان معضل در نظام بانکداری ایران مطرح می‌شود، نحوه اجرای قوانین در بانکداری بدون ربا است. وی مهم‌ترین مشکل را عدم انطباق ماهیت بانک با عقد مشارکت مدنی در سطح خرد و کلان می‌داند.

قلیچ (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی میزان انطباق قرارداد و عملیات مشارکت مدنی با موازین شریعت در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران»، با روش تحقیق تطبیقی - تحلیلی و پرسش‌نامه‌ای، به بررسی میزان انطباق این قرارداد با موازین شرعی پرداخته است. یافته‌های پژوهش که فرضیه تحقیق را تأیید می‌کند، نشان می‌دهد مفاد قرارداد مدنی از حیث انطباق با شریعت با ضعف‌هایی روبه‌رو است. همچنین نتایج پرسش‌نامه حاکی از آن است که نظام بانکی کشور از رعایت کامل موازین شرعی فاصله گرفته است. نویسنده برای رفع این مشکل، راهکارهایی همچون اصلاح مفاد قرارداد، اختصاص این عقد به بانک‌های تخصصی و سرمایه‌گذاری، ایجاد نهاد نظارت شرعی برون‌بانکی برای کنترل حسن اجرای عقد، تقویت نظارت درون‌بانکی و واگذاری بخشی از نظارت به مؤسسه‌های واسطه را پیشنهاد کرده است.

مختاری (۱۳۹۲) در کتابی با عنوان «تبیین نقش و جایگاه عقود مشارکتی در معماری نظام مالی ایران»، با رویکردی انتقادی، مدیریتی و اجرایی، اجرای عقود مشارکتی (به‌صورت عام) در نظام بانکی را بررسی کرده و چالش‌های اجرایی این عقود را مورد توجه قرار داده است.

نظرپور و کشاورزبان پیوستی (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «الزامات احیای عقد مشارکت حقوقی؛ راهبردی برای تحقق بانکداری PLS در نظام بانکداری بدون ربا»، اجرای نادرست قرارداد مشارکت مدنی در نظام بانکی کشور را چالشی اساسی و مانعی جدی در تحقق اهداف راهبردی نظام بانکی برای رشد و توسعه اقتصادی کشور دانسته‌اند. به باور آنان، عقد مشارکت حقوقی فاقد مشکلات مشارکت مدنی است و این محدودیت‌های تحمیل‌شده از سوی نهادهای نظارتی، بانک‌ها را از مزایای این عقود محروم کرده است.

حاجی جعفری (۱۳۹۲) در رساله خود با عنوان «بررسی سازگاری عملکرد نظام بانکی ایران در اجرای عقد مشارکت و قانون بانکداری بدون ربا و ارائه الگوی مطلوب عملیاتی»، به چالش‌های اجرایی عقد مشارکت در بانک‌ها اشاره کرده و مواردی از آن را برشمرده است. با این حال، در این پژوهش به چالش‌های فقهی عقد شرکت در نظام بانکی اشاره‌ای نشده است.

طالبی و کیایی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «ریشه‌یابی چالش‌های استفاده از عقود مشارکتی در نظام بانکداری جمهوری اسلامی ایران»، پس از بررسی قابلیت‌های ساختاری و کارکردی بانک‌ها و میزان تطابق آن با الزامات شرعی، قانونی و اجرایی عقود مشارکتی، این فرضیه را مطرح کرده‌اند که ریشه اصلی چالش در این است که بانک، به‌عنوان ظرف، توان گنجایش عقود مشارکتی به‌عنوان مظروف را ندارد. به بیان دیگر، بانک در سطوح خرد و کلان اقتصادی دارای وظایف و ویژگی‌هایی است که با اجرای عقود مشارکتی سازگار نیست و الزام به این امر، هم بانک‌ها را در انجام وظایف ذاتی خود دچار مشکل می‌کند و هم موجب اجرای ناقص این عقود می‌شود.

احمدی حاجی‌آبادی و بهاروندی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «راهکارهای اجرای صحیح عقود مشارکتی در نظام بانکی ایران»، ضمن تبیین چالش‌های موجود در اجرای این عقود و بررسی اجمالی ماهیت بازار پول، به نقاط ضعف ساختاری آن در پیاده‌سازی عقود مشارکتی اشاره کرده‌اند. آنان در نهایت، استفاده از سازوکار بازار سرمایه در قالب تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری را برای اجرای بهتر عقود مشارکت محور پیشنهاد داده‌اند.

محمدی باردی (۱۳۷۸) در پایان‌نامه‌ای با عنوان «عقد مشارکت در قانون عملیات بانکداری بدون ربا (مصوب ۱۳۶۲) و تطبیق آن با حقوق مدنی»، پس از تعریف و بیان اقسام شرکت در حقوق (مشارکت مدنی و حقوقی)، در فصل دوم با عنوان «تطبیق مشارکت مدنی در نظام عملیات بانکی بدون ربا» به بررسی تعریف، ارکان و اقسام شرکت عقدی پرداخته است. در این پایان‌نامه تنها به دو اشکال فقهی درباره قرارداد مشارکت در بانک‌ها اشاره شده است: نخست، شروط ضمن عقدی که در این قراردادها درج می‌شود؛ و دوم، ناظر به اجرای این عقد در بانک‌ها که در عمل قصد واقعی برای انجام چنین معامله‌ای وجود ندارد.

۲. روش پژوهش

روش تحقیق توصیفی شامل مجموعه‌ای از روش‌هاست که هدف آن‌ها توصیف شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است. اجرای این نوع تحقیق می‌تواند به شناخت دقیق‌تر

وضعیت موجود و کمک به فرآیند تصمیم‌گیری منجر شود. در این روش، پیش‌بینی دقیق یا تعیین رابطه علت و معلولی انجام نمی‌گیرد؛ بلکه آنچه وجود دارد، توصیف می‌شود. هدف پژوهش توصیفی بررسی مسائل و مشکلات جاری از طریق جمع‌آوری داده‌هاست؛ فرآیندی که پژوهشگر را قادر می‌سازد وضعیت را به‌طور کامل‌تر ترسیم کند. روش تحقیق توصیفی از نظر شیوه نگرش و پرداختن به مسئله تحقیق به دو دسته تقسیم می‌شود:

- ۱) روش توصیفی محض که در آن پژوهشگر صرفاً به کشف و تصویرسازی ماهیت، ویژگی‌ها و وضعیت موجود موضوع می‌پردازد.
- ۲) روش توصیفی - تحلیلی که پژوهشگر در آن علاوه بر توصیف شرایط موجود، به تشریح و تبیین دلایل چگونگی و چرایی وضعیت مسئله و ابعاد آن نیز می‌پردازد. نکته قابل توجه آن است که پژوهشگر برای تبیین دلایل نیازمند تکیه‌گاه استدلالی محکم است. این پشتوانه از طریق بررسی ادبیات موضوع و مباحث نظری موجود و تدوین گزاره‌ها و قضایای کلی به دست می‌آید و معمولاً در بخش سوابق و مبانی نظری پژوهش تبیین می‌شود. پژوهشگر سپس جزئیات مربوط به مسئله تحقیق را با گزاره‌های کلی مرتبط ساخته و به نتیجه‌گیری می‌رسد.

در این نوع تحقیقات، معمولاً از دو دسته روش استفاده می‌شود: روش‌های مطالعه کتابخانه‌ای و روش‌های میدانی مانند پرسش‌نامه، مصاحبه و مشاهده. در پژوهش حاضر عمدتاً از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است که رایج‌ترین شیوه گردآوری اطلاعات محسوب می‌شود. حتی در تحقیقاتی که ماهیت میدانی دارند نیز پژوهشگر ناگزیر است دست‌کم در مطالعه ادبیات و سوابق موضوع از روش کتابخانه‌ای بهره‌گیرد. در این شیوه، نتایج مطالعات باید در قالب ابزارهای مناسب مانند فیش، جدول و فرم ثبت و نگهداری شده و در پایان طبقه‌بندی و مورد استفاده قرار گیرد.

آشنایی با شیوه استفاده از کتابخانه (اعم از کتابخانه‌های باز، نیمه‌باز و بسته) نخستین مهارت مورد نیاز برای کاربرد این روش است. بدین معنا که پژوهشگر باید با اصول

کتابداری، نحوه استفاده از برگه‌دان، ثبت مشخصات منابع، جست‌وجو و سفارش کتاب آشنایی داشته باشد. منابع مورد استفاده در این روش شامل اسناد چاپی مانند کتاب‌ها، دایره‌المعارف‌ها، فرهنگ‌نامه‌ها، مجلات، روزنامه‌ها، هفته‌نامه‌ها، ماهنامه‌ها، لغت‌نامه‌ها، سالنامه‌ها، مصاحبه‌های چاپ‌شده، پژوهش‌نامه‌ها، کتاب‌های همایش‌های علمی، متون نمایه‌شده در بانک‌های اطلاعاتی و نیز منابع اینترنتی است.

۳. ادبیات موضوع

۳-۱. وضعیت جاری عقد مشارکت در بانک‌های ایران

براساس قانون «عملیات بانکی بدون ربا» مصوب ۱۳۶۲، نظام بانکداری ایران از دو بخش بانک مرکزی و بانک‌های تجاری تشکیل شده است. فصل دوم و سوم این قانون (مواد ۳ تا ۱۷) و آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی آن، فعالیت‌های بانک‌های تجاری را تبیین می‌کند. در بانک‌های تجاری، عملیات بانکی تحت عناوینی همچون تجهیز منابع پولی، تخصیص منابع پولی، خدمات بانکی، خرید و فروش اوراق بهادار، خرید و فروش سکه و ارز و سرمایه‌گذاری مستقیم انجام می‌شود.

فصل دوم قانون عملیات بانکی بدون ربا (مواد ۳ تا ۶) به تجهیز منابع پولی اختصاص دارد. در ماده ۳ آمده است که بانک‌ها می‌توانند سپرده‌های خود را تحت یکی از عناوین «قرض الحسنه» (جاری و پس‌انداز) و «سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار» دریافت کنند. فصل سوم این قانون با عنوان «تسهیلات اعطایی بانکی» (مواد ۷ تا ۱۷)، به تخصیص منابع پولی بانک‌ها می‌پردازد. در این بخش، منابع پولی بانک‌ها از طریق چهار روش تخصیص می‌یابد:

۱. قرض الحسنه؛

۲. قراردادهای مبادله‌ای (شامل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، معاملات سلف، خرید دین و جعاله)؛

۳. قراردادهای مشارکتی (شامل مضاربه، مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مزارعه و مساقات)؛

۴. سرمایه‌گذاری مستقیم.

در سال ۱۳۹۰، براساس الحاقیه‌ای به آیین‌نامه اجرایی فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا (مصوب ۱۳۹۰/۰۵/۰۲ هیأت وزیران)، عقود «استصناع»، «مراجعه» و «خرید دین» نیز به مجموعه عقود این قانون اضافه شد (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۶۲، ص. ۱۳۹۰).

در میان قراردادهای مشارکتی در بخش تخصیص منابع بانک‌ها، دو نوع عقد مشارکت مدنی و مشارکت حقوقی وجود دارد.

مشارکت مدنی عبارت است از «درآمیختن سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی شریک با سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی بانک به صورت مشاع، برای انجام کاری معین در حوزه فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی یا خدماتی، به مدت محدود و به قصد انتفاع، بر اساس قرارداد». براساس مقررات بانکی، اشخاص حقیقی یا حقوقی که قصد تأسیس، توسعه یا ادامه فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی یا خدماتی خود را دارند و خواستار مشارکت مدنی با بانک هستند، باید علاوه بر اطلاعات هویتی، مواردی چون موضوع مشارکت، میزان سرمایه موردنیاز، سهم سود پیشنهادی (که نباید کمتر از ۲۰ درصد باشد)، حداکثر مدت مشارکت، پیش‌بینی هزینه‌ها، خرید و فروش، و نوع وثیقه برای تضمین حسن اجرای کار را در اختیار بانک قرار دهند. بانک پس از بررسی اطلاعات ارائه‌شده و تعیین کل سرمایه موردنیاز، سهم بانک و شریک، نسبت سود طرفین و سایر ضوابط مربوط، در صورت وجود توجیه اقتصادی کافی، با تقاضای مشتری موافقت کرده و اقدام به انعقاد قرارداد می‌کند. در پایان هر سال مالی یا در پایان قرارداد، سود حاصل از مشارکت به نسبت سرمایه میان بانک و شریک تقسیم می‌شود. مشارکت مدنی در بانکداری همان قرارداد «شرکت» است که در متون فقهی از آن با عنوان «شرکت اموال» یا «شرکه‌العنان» یاد می‌شود.

مشارکت حقوقی نیز عبارت است از «تأمین مالی بخشی از سرمایه شرکت‌های سهامی جدید یا خرید بخشی از سهام شرکت‌های سهامی توسط بانک». طبق قانون، بانک‌ها از طریق مشارکت حقوقی، کمبود سرمایه شرکت‌های سهامی تولیدی (صنعتی، معدنی، کشاورزی و ساختمانی) و شرکت‌های سهامی بازرگانی و خدماتی را جبران

می‌کنند و در پایان هر دوره مالی، همانند دیگر سهامداران به نسبت سرمایه در سود شرکت سهام می‌شوند.

آنچه در حال حاضر تحت عنوان «قرارداد مشارکت» در بانک‌های جمهوری اسلامی ایران اجرا می‌شود، همان مشارکت مدنی است. زمانی که فردی برای دریافت تسهیلات مشارکتی به بانک مراجعه می‌کند، پس از ارائه طرح و توجیهات لازم مبنی بر سودآور بودن آن و بررسی کارشناسی بانک، قرارداد مشارکت میان مشتری و بانک منعقد می‌شود. در این مرحله، یک حساب مشترک با عنوان «مشارکت مدنی» در همان شعبه افتتاح می‌گردد. مشتری موظف است بخشی از سرمایه را طبق نظر بانک تأمین کند و بانک نیز مابقی سرمایه موردنیاز طرح را یکجا یا متناسب با پیشرفت طرح و در قالب اقساط به همان حساب واریز می‌نماید.

براساس دستورالعمل بانک مرکزی، بانک‌ها برای ارائه تسهیلات مشارکتی یک نرخ سود سالانه تعیین می‌کنند. نسبت این نرخ سود به کل سرمایه موردنیاز طرح، میزان سهم بانک را مشخص می‌سازد. در تنظیم قرارداد نیز مشاهده می‌شود که بانک با درج شروط مختلف ضمن عقد، تحقق همان نرخ سود سالانه را برای خود تضمین می‌کند. بنابراین، اگرچه در پایان مدت قرارداد باید بر مبنای سود واقعی حاصل شده تسویه حساب صورت گیرد، در عمل اغلب تسویه بر اساس همان نرخ سود از پیش تعیین شده انجام می‌شود. به‌طور کلی، عقود مشارکتی یکی از کاراترین شیوه‌ها برای تحقق مشارکت واقعی در نظام بانکداری بدون ربا محسوب می‌شوند و گسترش آن‌ها می‌تواند رشد، شکوفایی و توسعه اقتصادی کشور را به همراه داشته باشد. از همین رو، برخی اقتصاددانان اسلامی عقود مشارکتی را به دلیل ویژگی‌های خاص، پیشرفته‌ترین نوع معاملات در بانکداری اسلامی می‌دانند (صادقیان، شیرین، عباسی و نیکروش، ۱۳۹۷، ص. ۴۵۲). با این حال، عملکرد فعلی عقود مشارکتی در نظام بانکی و چالش‌های شرعی آن - به‌ویژه در حوزه شناسایی و تقسیم سود - باعث شده است گروه دیگری از اندیشمندان حوزه بانکداری اسلامی، استفاده نکردن از این عقود را برای پرهیز از شبهات ربوی توصیه کنند. آنان حرکت به سمت عقود مبادله‌ای را در تخصیص منابع بانکی تجویز کرده و فاصله گرفتن

از عقود مشارکتی را به علت ناهمخوانی با کارکردهای بانکی پیشنهاد می‌کنند. این موضوع در بخش بعدی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۲-۳. چالش‌های فقهی و اجرائی قرارداد مشارکت در بانک‌های ایران

چالش‌های فقهی مربوط به قرارداد مشارکت مدنی را می‌توان از سه منظر بررسی کرد:

(۱) چالش‌های مرتبط با ساختار بانکداری بدون ربا: در این ساختار تفاوتی میان بانک‌های تجاری (با فعالیت‌های کوتاه‌مدت و میان‌مدت) و بانک‌های تخصصی و توسعه‌ای (با فعالیت‌های میان‌مدت و بلندمدت) در نظر گرفته نشده و تمامی عقود برای همه بانک‌ها یکسان تعریف شده است.

(۲) چالش‌های مربوط به کلیت قرارداد مشارکت: مهم‌ترین ایراد در این حوزه، تغییر ماهیت قرارداد شرکت از عقد مشارکتی به عقد مبادله‌ای دانسته می‌شود.

(۳) چالش‌های مربوط به مفاد قرارداد مشارکت: پیش از سال ۱۳۹۲ قراردادهایی که بانک‌ها برای اعطای تسهیلات در قالب عقد مشارکت تنظیم می‌کردند، یکسان نبود و اختلافاتی در مفاد آن‌ها مشاهده می‌شد. به همین دلیل و در راستای اجرای تبصره ذیل ماده ۲۳ قانون بهبود محیط کسب‌وکار مصوب ۱۳۹۰/۱۱/۱۶ مجلس شورای اسلامی، بانک مرکزی اقدام به یکنواخت‌سازی قراردادهای تسهیلات بانکی کرد. متن قرارداد جدید که در جلسه ۱۳۹۲/۶/۲۶ شورای پول و اعتبار تصویب شده بود، در تاریخ ۱۳۹۲/۰۷/۱۱ به تمامی بانک‌ها ابلاغ شد. بر این اساس، همه بانک‌های دولتی و غیردولتی (به استثنای بانک‌های قرض‌الحسنه رسالت و مهر ایران) موظف شدند برای ارائه تسهیلات در قالب عقد مشارکت از همان قرارداد مصوب بانک مرکزی استفاده کنند. این قرارداد در ماده ۲۸ تنظیم شده و علاوه بر داشتن اشکالات و چالش‌های متعدد فقهی، در مرحله اجرا نیز بانک‌ها را با مشکلات جدی روبه‌رو ساخته است.

در ادامه، جداول (۱) و (۲) به‌طور خلاصه به این چالش‌ها اشاره می‌کنند.

جدول (۱): چالش‌های فقهی^۱ قرارداد مشارکت

✓ قانون «عملیات بانکی بدون ربا» در ابتدا به‌عنوان قانونی موقت و گذرا برای عبور از دوره انتقال و رسیدن به ساختار نهایی مطلوب تدوین شده بود، اما در عمل چنین نتیجه‌ای حاصل نشد. ✓ اگرچه ساختار بانکداری بدون ربا از نظر ظاهر بر پایه قوانین شرعی تنظیم شده است، اما یکی از مشکلات اصلی در نحوه اجرای آن نهفته است. ✓ با توجه به ماهیت ساختار بانک‌ها و نحوه تشکیل و رشد آن‌ها که بیشتر با عقود مبادله‌ای سازگار است، بانک‌ها در تخصیص منابع تمایل بیشتری به استفاده از این عقود نشان داده‌اند. ✓ تعدد بیش از حد قراردادها (بیش از ۱۲ نوع عقد با ماهیت‌های متفاوت شامل غیرانتفاعی، مبادله‌ای با سود معین، مشارکتی با سود متغیر و سرمایه‌گذاری مستقیم) موجب پیچیدگی، طولانی شدن و پرهزینه شدن فرآیند آموزش کارکنان و مشتریان شده است. ✓ به دلیل فقدان اطلاعات کافی درباره نحوه کاربرد صحیح عقود، بسیاری از آن‌ها به‌صورت صوری و غیرواقعی اجرا می‌شوند. ✓ ساختار موجود تفاوتی میان بانک‌های تجاری (با فعالیت کوتاه‌مدت و میان‌مدت) و بانک‌های تخصصی و توسعه‌ای (با فعالیت میان‌مدت و بلندمدت) قائل نشده و تمامی عقود را برای همه بانک‌ها یکسان در نظر گرفته است.	اشکالات ناظر به نظام بانکداری بدون ربا
✓ تغییر ماهیت شرکت از عقد مشارکتی به عقد مبادله‌ای. ✓ فقدان قصد واقعی برای تحقق عقد شرکت در بانک؛ موضوعی که بالطبع در مورد مشتری نیز محل تردید قرار می‌گیرد. ✓ در تمامی مواد و بندهای قرارداد، صرفاً منافع بانک لحاظ شده و هیچ ماده‌ای به نفع مشتری شریک پیش‌بینی نشده است.^۲	اشکالات ناظر بر کلیت قرارداد مشارکت

۱. با توجه به بررسی‌های صورت گرفته این قرارداد در برخی از موارد قطعاً با اشکال فقهی مواجه است و در برخی از موارد محل شبهه است و در برخی از موارد نیز اختلافی و محل بحث فقها است. اشکالات فقهی اساسی این قرارداد بیشتر مربوط به بحث شروطی است که در ضمن این عقد لحاظ شده است. در برخی از مفاد این قرارداد شرط ضمن عقد خلاف مقتضا و ماهیت عقد شرکت و در برخی موارد مخالف موازین شرعی و فقهی است.

۲. ر ک: اشکالات مندرج در ردیف اشکالات ناظر به مفاد قرارداد مشارکت در همین جدول و همچنین ر. ک: متن قرارداد یکسان‌سازی شده مشارکت ابلاغ‌شده توسط بانک مرکزی در تاریخ ۱۳۹۲/۰۷/۱۱

✓ تعیین زمان (ماده ۶)	
✓ تعهد به تسویه حساب در سررسید (ماده ۶)	
✓ مدیریت تبرعی مشتری (ماده ۷)	
✓ تعهد به عدم افزایش سهم شرکت (ماده ۸)	
✓ سلب حق افراز (ماده ۹)	
✓ تعهد به جبران خسارت (ماده ۱۱)	اشکالات ناظر به
✓ الزام به خرید شرکت توسط مشتری (ماده ۱۲)	مفاد قرارداد
✓ مسئولیت جبران ضرر ناشی از اقدام قضائی (ماده ۱۳)	مشارکت
✓ جریمه تخلف (ماده ۱۳)	
✓ سلب حق اعتراض و اقامه دعوی در محاکم قضائی (مواد ۱۶ و ۱۷)	
✓ ارتهان قبل از ثبوت دین (ماده ۲۲)	
✓ ابهام در رهن (ماده ۲۳)	
✓ سلب حق عزل بانک از وکالت و حق ضم وکیل و امین (ماده ۲۴)	

منبع: (یافته‌های تحقیق)

جدول (۲): چالش‌های اجرایی قرارداد مشارکت

✓ مشکل اطلاعات نامتقارن و بی‌اعتمادی نسبت به گزارش سود و زیان ارائه شده از سوی متقاضی.
✓ افزایش هزینه‌های بانک به دلیل ضرورت نظارت و دخالت در فعالیت‌های اقتصادی.
✓ تغییر شرایط اقتصادی و بروز ریسک‌های بازار.
✓ ناتوانی بازار پول متعارف در اجرای کامل عقود مشارکت محور.
✓ دشواری در تقویم و ارزش‌گذاری سرمایه‌های غیرنقدی.
✓ محدودیت در دسترسی به اطلاعات شرکت.
✓ ضرورت راستی‌آزمایی اطلاعات ارائه شده به بانک.
✓ مشکل در تشخیص دقیق میزان سود و زیان.
✓ ریسک «انتخاب بد» در فرایند عقد مشارکت.

منبع: (یافته‌های تحقیق)

با توجه به چالش‌های ساختار بانکداری بدون ربا و همچنین مشکلات فقهی و اجرایی عقد مشارکت، به نظر می‌رسد راه‌حل‌ها را می‌توان در دو سطح میان‌مدت و بلندمدت مطرح کرد. اساسی‌ترین پیشنهاد آن است که کارشناسان و متخصصان، با رعایت موازین و فرهنگ اسلامی و متناسب با نیازهای جامعه و شرایط بومی اقتصاد ایران،

ساختاری جدید برای بانک‌ها طراحی کنند. تحقق این هدف نیازمند آن است که بازطراحی مبتنی بر اصول و مبانی مشخصی باشد که در ادامه به مهم‌ترین آن‌ها اشاره می‌شود. با این حال، تا زمان دستیابی به این آرمان، می‌توان به عنوان راه‌حل‌های میان‌مدت پیشنهادهای زیر را مطرح کرد:

۱) بانک باید به کارکرد اولیه خود یعنی حفظ و نگهداری وجوه مازاد مردم و ارائه آن به متقاضیان تسهیلات (واسطه‌گری) بازگردد. در ساختار فعلی، بانک علاوه بر واسطه‌گری، به مثابه یک تاجر یا شرکت تجاری به فعالیت بازرگانی پرداخته و همچنین همانند یک شرکت خدماتی به ارائه خدمات مشغول است. بنابراین، برای جلوگیری از تبدیل بانک‌ها به بنگاه‌های تجاری با نرخ سود معین، باید مؤسسات قرض‌الحسنه تقویت شوند. از سوی دیگر، با توجه به اینکه ساختار کنونی بانک‌ها امکان اجرای واقعی عقود مشارکتی را ندارد، لازم است از ظرفیت این عقود در خارج از سیستم بانکی استفاده شود. در این راستا، می‌توان مؤسساتی زیرمجموعه بانک‌ها را در قالب واحدهای تولیدی و تجاری طراحی کرد تا به عنوان نهادهای کمک‌کار، وظیفه اجرای مشارکت واقعی در بخش گردش سرمایه و رونق کسب‌وکار را بر عهده گیرند.

۲) هرچند این مقاله و پژوهش‌های مشابه با تبیین مبانی شرعی و فقهی می‌توانند به اصلاح مجاری ورود پول به بانک‌ها کمک کنند، اما به دلیل نواقص ساختاری موجود، این اصلاح چندان کارآمد نخواهد بود. از این رو، علاوه بر اصلاح قراردادها و آموزش و توجیه کارکنان، مدیران و مشتریان، باید مجاری ورود پول به نظام بانکی تفکیک شود. در وضعیت کنونی، در بانک‌های تجاری همه انواع عقود به کار گرفته می‌شود، در حالی که اگر همان‌طور که بانک‌های تخصصی از سایر بانک‌ها تفکیک شده‌اند، روش‌های تجهیز و تخصیص منابع نیز تخصصی گردد، می‌توان انتظار داشت وضعیت بانک‌ها بهبود یابد.

اجرای این پیشنهاد موجب افزایش تخصص بانک‌ها در حوزه‌های خاص و ارتقای کیفیت عملکرد آن‌ها خواهد شد. به عنوان نمونه، بانک‌های فعال در حوزه بازرگانی و

تجاری می‌توانند بیشتر به سمت اجرای عقود مشارکتی حرکت کنند و حتی برخی بانک‌ها تنها به مضاربه یا صرفاً به مشارکت بپردازند. این رویکرد ضمن بهبود برنامه‌ریزی در اجرا، امکان آموزش هدفمند کارکنان و مدیران و همچنین آگاهی‌بخشی به مشتریان را فراهم می‌آورد. بدیهی است که این آموزش‌های تخصصی در مورد عقود مشارکتی یا برخی از انواع آن، منافاتی با ضرورت آشنایی کلی کارکنان و مدیران بانک‌ها با سایر عقود بانکی ندارد.

۳-۳. مبانی کلی بازطراحی نظام بانکی (در حیطه عقد مشارکت)

با توجه به مباحث پیشین، تطبیق قرارداد شرکت با وضعیت کنونی نظام بانکداری ایران نشان می‌دهد که این نظام، دست‌کم در حوزه عقد مشارکت، با اشکالات و کاستی‌های فراوانی روبه‌رو است. آنچه امروز در بانک‌های ایران تحت عنوان «قرارداد مشارکت مدنی» اجرا می‌شود، با شأن بانکداری اسلامی همخوانی ندارد. پرسش اصلی این است که با وجود این مشکلات، الگوی مطلوب برای طراحی عقد مشارکت در نظام بانکداری اسلامی ایران چه باید باشد؟

البته باید توجه داشت که این مقاله رویکردی فقهی دارد و هدف آن طراحی یک نظام اقتصادی به معنای خاص نیست؛ بلکه تمرکز آن بر تبیین مبانی و ضوابط کلی برای بازسازی عقد مشارکت یا نظام مشارکت در چارچوب بانکداری ایران است. با این حال، چنانچه بازطراحی کلی در کل نظام بانکی انجام گیرد، می‌توان این مبانی را به سایر ابعاد آن نیز تعمیم داد.

این مبانی به‌طور کلی به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱. مبانی ایجابی

۲. مبانی سلبی

شایان ذکر است که این مبانی از طریق مطالعه منابع و متون اسلامی و به شیوه استقرایی استخراج شده‌اند و متناسب با اشکالات مطرح‌شده در جداول (۱) و (۲) هستند. بنابراین، اصول کلی منحصر به این موارد نیست و امکان دستیابی به نکات دیگر از طریق پژوهش‌های عمیق‌تر وجود دارد.

نکته مهم آن است که بانک‌ها امروزه بخش مهمی از نظام اقتصادی جوامع مسلمان را تشکیل می‌دهند. معاملات بانکی دیگر ماهیتی صرفاً دوجانبه (بین‌الاثیننی) ندارند، بلکه در قالب نهادی کلان با حضور افراد متعدد صورت می‌گیرند. از این رو، تصمیم‌گیری درباره بانک‌ها بر عهده حکومت است، حتی اگر بانک‌ها خصوصی باشند. به همین دلیل، تصمیمات حکومت درباره بانک‌ها نافذ بوده و حکومت در این زمینه وظایفی چون قانون‌گذاری، تدوین دستورالعمل‌های اجرایی، نظارت بر حسن اجرای قوانین و حمایت از بانک‌ها را بر عهده دارد. بنابراین، در جامعه اسلامی، حکومت متصدی اصلی قانون‌گذاری در حوزه بانکداری است و باید اقدام به بازطراحی نظام عقد مشارکت در بانکداری اسلامی ایران نماید.

۴. مبانی ایجابی

۴-۱. عدالت اقتصادی

درباره تعریف عدل و عدالت میان صاحب‌نظران اختلاف‌نظر فراوان وجود دارد؛ اما مقصود از عدالت در این مقاله، رعایت تساوی در امکان استفاده از منابع و ایجاد توازن حداکثری - در حد امکان - میان همه اقشار جامعه اسلامی است. این معنا از عدالت، یکی از مهم‌ترین برداشت‌ها از این مفهوم است که از روایات متعدد، به‌ویژه سخنان امیرالمؤمنین (علیه‌السلام) در نهج‌البلاغه به‌روشنی قابل استنباط است. برخی صاحب‌نظران بر این باورند که چون نظام تکوین بر مبنای حق و عدل استوار است، هرگونه تصرف انسان‌ها بر اموال باید مبتنی بر حق و عدل باشد و در غیر این صورت، ظالمانه خواهد بود.

آنچه در بحث عدالت اجتماعی اهمیت دارد، تساوی افراد در برابر قانون و بهره‌مندی یکسان آنان از امکانات جامعه است. علاوه بر این، عدالت اجتماعی منوط به تعیین موازین و شئون لازم‌الرعايه‌ای است که متضمن حفظ شأن و هویت هر فرد، همزمان با پاسداشت شأن و هویت جامعه باشد (عیوضلو، ۱۳۸۷، ص. ۱۵۴).

بنابراین می‌توان گفت عدالت اجتماعی یکی از مهم‌ترین اصول حاکم بر نظام تعلیم اسلام و روابط اجتماعی در جامعه مسلمان است. اهمیت این موضوع چنان است که در

بیش از ۵۰ آیه قرآن کریم به آن پرداخته شده است. خداوند متعال در قرآن کریم دستور به اجرای عدالت داده و می‌فرماید: «اعْدِلُوا هُوَ أَقْرَبُ لِلتَّقْوَى» (مائده/ ۸)، و در جای دیگر می‌فرماید: «إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ» (نحل/ ۹۰). همچنین خداوند هدف اصلی ارسال پیامبران و نزول کتاب‌های آسمانی را اقامه قسط دانسته و می‌فرماید: «لَقَدْ أَرْسَلْنَا رُسُلَنَا بِالْبَيِّنَاتِ وَأَنْزَلْنَا مَعَهُمُ الْكِتَابَ وَالْمِيزَانَ لِيَقُومَ النَّاسُ بِالْقِسْطِ» (حدید/ ۲۵). علامه طباطبائی ذیل این آیه، با تقسیم عدالت به عدالت انسانی فی‌نفسه و عدالت اجتماعی، تأکید می‌کند که هرچند لفظ عدالت مطلق است، اما ظاهر سیاق آیه نشان می‌دهد مقصود، عدالت اجتماعی است (طباطبائی، ۱۴۱۷ق، ج ۱۲، ص. ۳۳۰).

در روایات نیز تعبیرهای گوناگونی درباره عدالت آمده است: عدالت مایه حیات جوامع، دوام قدرت، نفوذ حکم حاکم، حفاظت و ثبات دولت‌ها، استحکام بنیادها، عزت انسان، پیروزی بر دشمنان، افزایش برکات، نزول رحمت الهی، آبادانی و اصلاح امور مردم دانسته شده است. ایجاد دولت عادل واجب شمرده شده و برپایی عدالت در شهرها موجب روشنی چشم حاکمان، عزت والیان، استواری سیاست و اطاعت مردم معرفی شده است (نک: حکیمی و دیگران، ۱۳۸۰، ج ۶). بنابراین، لزوم وجود عدالت اجتماعی در متون روایی تا حد تواتر اثبات شده است.

عدالت اجتماعی در حوزه‌های گوناگونی همچون عدالت سیاسی و عدالت قانونی قابل تصور است، اما یکی از برجسته‌ترین جلوه‌های آن در جامعه اسلامی، عدالت اقتصادی است. اهمیت عدالت اقتصادی تا حدی است که می‌تواند به‌عنوان یک قاعده فقهی در استنباط احکام شرعی نیز به‌کار رود (سلیمانی و راغبی، ۱۳۹۸، ص. ۳۳؛ حسینی و حسینی، ۱۴۰۰، ص. ۲۳۳). از این رو، نخستین و مهم‌ترین اصل در بازطراحی نظام بانکی آن است که قواعد و قوانین حاکم بر بانک‌ها به گونه‌ای تنظیم شوند که منجر به ظلم یا نادیده‌گرفتن حقوق یکی از طرفین نشوند و تا حد امکان توازن میان حقوق و تکالیف رعایت شود. این در حالی است که در وضعیت کنونی قراردادهای مشارکت، تقریباً تمامی مفاد قرارداد به نفع بانک تنظیم شده است.

۴-۱-۱. تداول و گردش اموال

این اصل نیز از اصول مهم در نظام اقتصادی اسلام و برگرفته از تعالیم قرآن کریم است. خداوند متعال در قرآن می‌فرماید: «مَا أَفَاءَ اللَّهُ عَلَى رَسُولِهِ مِنْ أَهْلِ الْقُرَى فَلِلَّهِ وَلِلرَّسُولِ وَلِذِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسَاكِينِ وَابْنِ السَّبِيلِ كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ» (حشر/۷). این آیه درباره نحوه تقسیم فیه است و نکته مورد نظر در آن، جایی است که خداوند هدف از این تقسیم را جلوگیری از «دوله» میان اغنیا معرفی می‌کند. بر اساس تفاسیر معتبر شیعه، واژه «دوله» به معنای نعمتی است که میان گروهی دست‌به‌دست می‌شود (طوسی، بی‌تا، ج ۹، ص. ۵۶۵؛ طبرسی، ۱۳۷۲، ج ۹، ص. ۳۹۲؛ طباطبایی، ۱۴۱۷ق، ج ۱۹، ص. ۲۰۴). امیرالمؤمنین علی(ع) نیز در یکی از خطبه‌های خود به این سیره خویش در پرداخت‌های مالی به مردم اشاره کرده است (کلینی، ۴۰۷ق، ج ۸، ص. ۶۱).

مضمون این اصل آن است که در جامعه اسلامی نباید شرایط به‌گونه‌ای باشد که گردش مالی تنها در اختیار گروهی خاص یا در جهتی محدود قرار گیرد. علامه جعفری این آیه را نمونه‌ای از آیاتی دانسته که علت و نتیجه پرداخت‌های مالی و انفاق مردم را در راستای ریشه‌کن کردن فقر در جامعه اسلامی و حتی در سطح جهانی تبیین می‌کند (جعفری تبریزی، ۱۴۱۹ق، ص. ۵۸).

شهید صدر نیز، بر اساس این آیه، جلوگیری از تمرکز ثروت را یکی از ابزارهای تشریعی اسلام برای رشد تولید معرفی کرده و در نظریه «توازن اجتماعی در اقتصاد اسلامی» به این اصل تصریح کرده است (صدر، ۱۴۱۷ق، ص. ۶۲۸). وی این وظیفه را متوجه دولت و حکومت در جامعه اسلامی می‌داند؛ چنان‌که برخی معاصران همچون آیت‌الله هاشمی شاهرودی و آیت‌الله گیلانی نیز بر آن تأکید کرده‌اند (هاشمی شاهرودی، ۱۴۲۵ق، ج ۲، ص. ۳۷۶؛ جمعی از مؤلفان، بی‌تا، ج ۲، ص. ۱۰۵).

برخی صاحب‌نظران نیز براساس این اصل معتقدند حکومت اسلامی نباید انحصارات اقتصادی را ایجاد یا تقویت کند، بلکه باید شرایطی فراهم شود که جریان فعالیت‌های اقتصادی و گردش ثروت به شکلی سالم در میان همه اقشار جامعه صورت گیرد. در غیر

این صورت، جامعه محکوم به نابودی و هلاکت تاریخی خواهد بود (عیوضلو، ۱۳۸۷، ص. ۱۵۸).

در بازننگری و بازطراحی نظام مشارکت، شرایط اعطای وام و تسهیلات توسط حکومت باید به گونه‌ای طراحی شود که دریافت این تسهیلات منحصر به افراد توانمند و ثروتمند نشود و اقشار ضعیف‌تر جامعه از آن محروم نگردند. نمونه بارز این مسئله در قراردادهای مشارکت بانکی آن است که اگر حداقل سود پیش‌بینی شده برای پروژه‌ها کمتر از سطح معینی باشد، بانک‌ها از ارائه تسهیلات خودداری می‌کنند. این امر سبب می‌شود پروژه‌هایی با سود انتظاری کمتر عملاً از دریافت تسهیلات بازمانند و وام‌ها تنها به طرح‌های خاصی اختصاص یابد؛ موضوعی که برخلاف اصل قرآنی عدالت و جلوگیری از تمرکز ثروت است. از این رو، در طراحی نظام مشارکت باید جایگاه پروژه‌هایی با سود انتظاری پایین‌تر مشخص شود و راهکاری متناسب برای آن‌ها پیش‌بینی گردد. به نظر می‌رسد با تحقق مشارکت واقعی در بانکداری، این نقیصه برطرف خواهد شد.

از سوی دیگر، برای حفظ حقوق صاحبان سرمایه در بانک و جلوگیری از تضییع اموال آن، می‌توان بدون اعمال محدودیت در مقدار یا حجم سرمایه متقاضیان، از ابزارهای متنوع تضمین استفاده کرد؛ ابزارهایی همچون حساب یارانه یا سهام عدالت - مشروط بر آنکه خود این ضمانت‌ها موجب بروز معضل جدید نشوند. این اقدام می‌تواند از اتلاف سرمایه‌های بانک توسط مشتریان جلوگیری کند.

۴-۱-۲. مقتضای عقد

یکی از اصول مهم در بازطراحی نظام بانکی آن است که عقد مشارکت به گونه‌ای تنظیم نشود که مقتضای ذاتی شرکت تغییر یافته و ماهیت آن از یک عقد مشارکتی به عقد مبادله‌ای بدل شود. از اساسی‌ترین لوازم عقد شرکت - که به قوام آن از نظر عرف نیز اعتبار می‌بخشد - مشارکت واقعی در سود و زیان است. تا جایی که برخی از فقهای معاصر، در تعریف عقد شرکت، عنصر اصلی و مایه قوام آن را قصد طرفین بر مساهمت و مشارکت ابتدایی در سود و زیان دانسته‌اند (هاشمی شاهرودی، ۱۴۳۴ق، ص. ۲۰).

بنابراین، نظامی که در بانک‌ها برای عقد مشارکت طراحی می‌شود نباید به نحوی باشد که تمام زیان بر عهده یک طرف قرار گیرد و طرف دیگر با تمسک به شیوه‌های گوناگون یا شروط ضمن عقد، از تحمل ضرر شانه خالی کند. زیرا ریسک‌پذیری و تحمل ضرر احتمالی از لوازم مشارکت واقعی در سود و زیان، و در نتیجه از مقومات اساسی عقد شرکت است.

۴-۱-۳. رعایت احترام عمل مسلمان

این مسئله به‌عنوان یکی از قواعد فقهی که فقها در فقه مطرح کرده‌اند، باید در بازنگری و بازطراحی نظام مشارکتی در بانک‌ها مورد توجه قرار گیرد. این قاعده در حقیقت از لوازم و اقتضائات قاعده احترام مال مسلمان است.

مضمون این قاعده آن است که اصل در اموال، منافع و اعمالی که به‌طور مشروع متعلق به انسان است، آن است که این موارد بدون اذن او از اختیارش خارج نشود و دیگری نیز بدون اجازه او در آن‌ها تصرف نکند. دلیل این اصل، بنای عقلا - اعم از متدین و غیرمتدین - است. همچنین ادله و روایات شرعی همچون «حرمة مال المسلم كحرمة دمه» و «لا یحل لأحد أن یتصرف فی مال غیره بغیر اذنه» مؤید و امضاکننده همین بنای عقلا هستند؛ زیرا بر اساس درک عقلا، اموال، منافع و اعمال مردم محترم است (مکارم شیرازی، ۱۳۷۰، ج ۲، ص. ۲۱۸).

بر همین اساس، قرارداد مشارکت باید به‌گونه‌ای تنظیم شود که عمل و منافع حاصل از آن - هرچند اندک - مورد توجه قرار گیرد و نادیده گرفته نشود؛ نه اینکه در ضمن قرارداد، شرطی چون مدیریت تبرعی مشتری بر شرکت گنجانده شود.

۴-۱-۴. تبعیت نمو از اصل

این اصل نیز از اصول پذیرفته‌شده در فقه است، تا آنجا که برخی از فقهای معاصر آن را در حد یک قاعده فقهی مطرح کرده‌اند (مصطفوی، ۱۴۲۱ق، ص. ۸۱). بر اساس این اصل، نماء - چه منفصل و چه متصل - تابع اصل مال است.

کاربرد این قاعده در بحث ما، در نحوه تقسیم سود و زیان میان شرکاست. قرارداد مشارکت نباید به‌گونه‌ای طراحی شود که یکی از شرکا سهمی کمتر از میزان سود حاصل

از سرمایه خود دریافت کند. به عبارت دیگر، اگر سودی به دست آید، هر شریک باید به نسبت سهم خود در شرکت از آن بهره‌مند گردد و در صورت عدم تحقق سود یا بروز زیان نیز نباید به هر طریق، از جمله شروط ضمن عقد، یکی از طرفین از تحمل ضرر شانه خالی کند یا سهم بیشتری نسبت به سرمایه خود از سود دریافت نماید. همچنین آنچه در حال حاضر تحت عنوان «سود علی الحساب» در بانک‌ها مبنای پرداخت‌های ماهانه پیش از پایان مدت قرارداد قرار گرفته است، باید با همین قاعده سنجیده و ارزیابی شود.

۴-۱-۵. مصالح نظام اسلامی

مصلحت معانی و ابعاد گوناگونی دارد. لغویان برای آن معانی متعددی ذکر کرده‌اند. برخی محققان بر این باورند که بهترین معنا از میان تعابیر یادشده - همچون خیر، خوشایند، لذت، علاقه، بهبودی، سود، نعمت، علت و حکمت - همان معنای منفعت است (موسوی، ۱۳۹۴، ص. ۴۱).

فقها نیز در تعریف مصلحت اختلاف نظر دارند. میرزای قمی در تعریف آن می‌گوید: «فالمراد بالمصلحة دفع ضرر أو جلب منفعة للدين أو الدنيا» (میرزای قمی، ۱۴۳۰ق، ج ۳، ص. ۲۰۸). صاحب جواهر نیز در بحث ولایت وصی و لزوم رعایت مصلحت در تصرفات او، مصلحت را شامل مصالح دنیوی و اخروی می‌داند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص. ۳۲۲).

از دیدگاه امام خمینی (ره)، مصلحت به معنای منافی است که به عموم مردم بازگردد، حتی اگر این منفعت به صورت غیرمستقیم باشد. بر اساس این تعریف، ملاک تحقق مفهوم مصلحت آن است که منافع آن جنبه عمومی داشته باشد، گرچه همه افراد نتوانند به طور مستقیم از آن بهره‌مند شوند (حسینی، ۱۳۸۸، ص. ۸۹).

نکته مشترک در تمامی این تعاریف آن است که مصلحت هم به جنبه‌های دنیوی و هم به جنبه‌های اخروی نظر دارد. این نکته در کلام مولای متقیان، امام علی (ع)، نیز مشهود است (نهج البلاغه، نسخه صبحی صالح، خطبه ۲۱۲، ص. ۳۲۹).

برخی محققان معتقدند مصلحت در فقه شیعه به دو گونه قابل تصور است:

الف) مصلحت به عنوان شرط اجرای حکم ثابت، که از آن با عنوان «مصلحت اجرائیه» یاد می‌شود. در این معنا، حاکم اسلامی باید در تشخیص مصادیق احکام و در مقام اجرا، رعایت مصلحت را مدنظر قرار دهد.

ب) مصلحت به عنوان مبنای تغییر احکام شرع؛ در این کاربرد، مصلحت نه در مقام جعل حکم شرعی - همانند دیدگاه عامه - و نه در مقام اجرای حکم همچون مصلحت اجرائیه، بلکه در مقام تبدل و تغییر احکام شرعی مطرح می‌شود (موسوی، ۱۳۹۴، صص. ۴۴-۴۵).

آنچه در بحث ما بیشتر مورد توجه است، معنای نخست یعنی مصلحت اجرائیه است. در این معنا، یکی از مهم‌ترین ضوابط در اجرای مصالح، توجه به قاعده اهم و مهم است؛ چراکه مصلحت در حوزه اجرای احکام ضوابط مشخصی دارد و رعایت این قاعده از اساسی‌ترین آن‌هاست.

از این رو، می‌توان گفت مصلحت مبنای همه تصمیم‌گیری‌های کلان در جامعه اسلامی است؛ و چون بانک‌ها امروز یکی از نهادهای کلان و تأثیرگذار در اقتصاد جوامع به شمار می‌آیند، مشمول همین ضابطه هستند. بنابراین، علاوه بر آنکه سیاست‌گذاری بانک‌ها در حوزه مشارکت نباید از مصالح عمومی نظام فراتر رود، در زمینه‌های قانون‌گذاری، تدوین دستورالعمل‌های اجرایی، نظام‌سازی و نیز اجرای قوانین توسط بانک‌ها، رعایت مصالح نظام جمهوری اسلامی ضرورتی انکارناپذیر است.

برای نمونه، انعقاد عقد شرکت به‌طور کلی جایز است؛ اما اگر چنین قراردادی برای جامعه اسلامی منفعتی در پی نداشته باشد، یا منجر به آبادانی کشور و رفع چالش‌های اقتصادی نشود - به‌ویژه در مواردی که بانک‌ها با طرف‌های خارجی قرارداد می‌بندند - رعایت مصلحت نظام اقتضا می‌کند از انعقاد آن خودداری شود. همچنین در مواردی که بانک‌ها میان دو یا چند قرارداد اختیار انتخاب دارند، باید با لحاظ قاعده اهم و مهم، تصمیمی اتخاذ شود که بیشترین مصلحت و منفعت را برای نظام اسلامی به همراه داشته باشد.

۴-۱-۶. اعتبارسنجی قبل از اعطای تسهیلات

یکی از موارد مهم در رعایت مصالح جامعه اسلامی در حوزه اجرای عقد مشارکت بانکی، اعتبارسنجی متقاضیان پیش از اعطای تسهیلات است.

در منابع دینی نیز بر ضرورت احراز صلاحیت افراد پیش از سپردن مال به آنان تأکید شده است. به عنوان نمونه، در آیه ۳ سوره نساء^۱ سفارش شده است که «اموال خود را به دست سفیهان نسپارید». همچنین در آیه ۶ همین سوره^۲ آمده است که اگر یتیمان توانایی به کارگیری اموال خود را ندارند و به سن رشد نرسیده اند، اموالشان به آنان تحویل داده نشود.

در حدیثی صحیح السند در اصول کافی نیز آمده است: اسماعیل، فرزند امام صادق(ع)، مقداری دینار داشت و مردی از قریش قصد سفر تجاری به یمن داشت. اسماعیل از امام صادق(ع) مشورت خواست تا سرمایه اش را در اختیار آن مرد بگذارد یا خیر. حضرت به دلیل شراب خواری آن مرد، او را از این کار بازداشتند. اما اسماعیل به توصیه پدر توجه نکرد و دینارهایش را به آن مرد سپرد. آن مرد سرمایه را از بین برد و چیزی بازنگرداند. همان سال، امام صادق(ع) همراه اسماعیل به حج رفتند. اسماعیل در حال طواف از خداوند پاداش و عوض سرمایه از دست رفته را طلب می کرد. امام صادق(ع) به او فرمودند: «ساکت باش پسر! به خدا سوگند، نه تو بر خدا حجتی داری و نه مستحق اجر و عوض هستی؛ چرا که به تو رسیده بود که او شراب می نوشد و با این حال به او اعتماد کردی» (کلینی، ۱۴۰۷ق، ج ۵، ص. ۲۹۹).

از مضمون آیات و روایات یادشده و نمونه های مشابه می توان دریافت که پیش از سپردن مال به دیگران، باید صلاحیت آنان برای دریافت و به کارگیری مال احراز شود. اعتبارسنجی پیش از اعطای تسهیلات نیز از مصادیق همین اصل به شمار می آید. با توجه به این نکته و با الزام بانک ها به انجام اعتبارسنجی، بسیاری از مشکلات موجود در نظام

۱. (وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَامًا) اموالتان را، که خداوند وسیله ی قوام زندگی شما قرار داده، به دست سفیهان نسپارید.

۲. (فَإِنْ أَنْتُمْ مِنْهُمْ رُشَدًا فَأَدْفَعُوا إِلَيْهِمْ أَمْوَالَهُمْ) پس اگر در آنان رشد لازم را یافتید اموالشان را به خودشان بدهید.

بانکی - همچون ریسک انتخاب نادرست (انتخاب بد) - کاهش یافته یا برطرف خواهد شد.

۴-۱-۷. امکان‌سنجی اقتصادی طرح‌های مشارکتی

یکی دیگر از نکات مهم - علاوه بر اعتبارسنجی اشخاص که در اصل پیشین ذکر شد - ضرورت امکان‌سنجی اقتصادی و فنی پروژه‌های مشارکتی پیشنهادشده توسط متقاضیان تسهیلات در قالب عقد شرکت است. از آنجا که بانک‌ها عملاً توانایی و سازوکار اجرای مستقیم این امر را ندارند، می‌توان این وظیفه را به شرکت‌هایی بیرون از بانک یا شرکت‌های وابسته و تحت‌نظارت بانک واگذار کرد. رعایت این اصل موجب می‌شود بانک‌ها کمتر در معرض ریسک انتخاب نادرست (انتخاب بد) قرار گیرند و در نتیجه احتمال اتلاف منابع بانکی کاهش یابد.

۴-۲. مبانی سلبی

۴-۲-۱. نفی ربا

یکی از اساسی‌ترین اصول حاکم بر کل نظام مالی اسلام - و وجه تمایز بنیادین میان بانکداری اسلامی و غیراسلامی - اصل حرمت ربا است. اهمیت این موضوع تا آنجاست که خداوند متعال به صراحت ربا را تحریم کرده و می‌فرماید: «أَحْلَ اللَّهُ الْبَيْعَ وَ حَرَّمَ الرِّبَا» (بقره/ ۲۷۵).

همچنین در آیه‌ای دیگر کسانی را که از ترک ربا خودداری کنند به جنگ با خدا و رسول فراخوانده و می‌فرماید: «فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَ رَسُولِهِ» (بقره/ ۲۷۹). همین تعبیر، به‌تنهایی بیانگر نهایت اهمیت این مسئله در شریعت اسلام است. از این رو، در بازطراحی نظام مشارکت باید دقت شود که سازوکار آن به هیچ‌وجه منجر به تحقق ربا نشود. افزون بر این، با توجه به حساسیت بالای جامعه اسلامی نسبت به این موضوع، لازم است حتی از مواردی که می‌تواند شبهه ربوی ایجاد کند نیز پرهیز شود. برای نمونه، نباید ضوابط و شرایط قراردادها به گونه‌ای تنظیم شود که در عمل، در ازای پرداخت پول، سود معین و تضمین‌شده‌ای از همان پول مطالبه گردد.

۴-۲-۲. نفی ظلم

نقطه مقابل عدالت، ظلم است. در بیش از ۴۳۰ آیه قرآن کریم، ظلم به شدت نکوهش شده است. خداوند متعال می‌فرماید: «وَسَيَعْلَمُ الَّذِينَ ظَلَمُوا أَيَّ مُنْقَلَبٍ يَنْقَلِبُونَ» (شعراء/ ۲۲۷).

مفهوم ظلم در این آیه، همه انواع ظلم سیاسی، قضایی، اجتماعی، اخلاقی، فرهنگی، اعتقادی، اقتصادی، مالی و معیشتی را دربرمی‌گیرد (حکیمی و دیگران، ۱۳۸۰، ج ۶، ص. ۸). در روایات نیز قبح ظلم به‌طور متواتر مورد تأکید قرار گرفته است؛ با تعبیراتی نظیر «بزرگ‌ترین جرم و گناه بودن»، «از بزرگ‌ترین معاصی بودن» و «معاقب بودن ظالم در روز قیامت» (نک: تمیمی آمدی، ۱۴۱۰ق، ص. ۱۱۷). همچنین امیرالمؤمنین (ع) فرموده‌اند: «از لوازم عدل، پرهیز از ظلم است» (حکیمی و دیگران، ۱۳۸۰، ج ۶، ص. ۵۲۴) که خود نشان‌دهنده شدت قبح ظلم و اهمیت اجتناب از آن است.

بر این اساس، ضوابط طراحی‌شده برای نظام مشارکت باید به‌گونه‌ای باشد که هیچ‌گونه ظلمی در آن وجود نداشته باشد. نفی ظلم در بازنگری و طراحی قراردادها نباید یک‌طرفه تلقی شود؛ به این معنا که نه حقوق مشتریان و متقاضیان تسهیلات نادیده گرفته شود و نه اموال بانک - که متعلق به مردم و صاحبان سرمایه است - در معرض خطر و تلف قرار گیرد.

با توجه به چالش‌هایی که در بخش‌های پیشین مقاله ذکر شد، آنچه در قراردادهای مشارکت کنونی مشاهده می‌شود آن است که برای جلوگیری از اتلاف سرمایه بانک، برخی شروط به‌صورت ظالمانه و یک‌جانبه به نفع بانک تنظیم شده است؛ برای نمونه، سلب حق اعتراض و اقامه دعوی در دادگاه از دریافت‌کننده تسهیلات، یا واگذاری جبران ضرر ناشی از اقدام قضایی به عهده او. این شروط عملاً به‌گونه‌ای طراحی شده‌اند که گیرنده تسهیلات حتی در صورت تضییع حق خویش، انگیزه‌ای برای پیگیری قضایی نداشته باشد.

۴-۲-۳. نفی غرر

قاعده نفی غرر از قواعد عام و حاکم بر تمامی معاملات است. مبنا و مستند اصلی این قاعده، حدیث نبوی معروف «نهی از بیع غرر» است. این روایت در برخی منابع روایی

شیعه نیز نقل شده است؛ ابن حَیَوَن تمیمی مغربی آن را در دعائم الاسلام ذکر کرده (مغربی، ۱۳۸۵، ج ۲، ص. ۲۱) و شیخ صدوق نیز در عیون در کنار نهی از بیع مضطر آورده است (ابن بابویه، ۱۳۷۸، ج ۲، ص. ۴۶). این حدیث در میان فقها شهرتی فراگیر دارد و در موارد متعدد به آن استدلال شده است (برای نمونه نک: طوسی، ۱۳۶۵، ج ۳، ص. ۵۵)؛ تا آنجا که ملا احمد نراقی استناد به قاعده غرر را از قواعد مسلّم و اجماعی دانسته است (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص. ۹۳).

فقها در معنای غرر اختلاف نظر دارند. شیخ انصاری پس از بررسی معانی لغوی، غرر را در حدیث به معنای مخاطره می‌داند و می‌گوید: «اولی آن است که بگوییم نهی شارع برای بستن باب مخاطره‌ای است که منجر به نزاع و اختلاف در معاملات می‌شود» (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۴، ص. ۱۸۲). امام خمینی (ره) نیز معنای اصلی غرر را خدعه می‌داند و معتقد است سایر معانی مطرح شده از سوی لغویان و فقها به همین معنا بازمی‌گردد و در حدیث نبوی نیز مناسب‌ترین معنا همان خدعه است (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۳، صص. ۲۹۶-۲۹۸). ملا احمد نراقی نیز غالب موارد غرر را در سه مورد خلاصه کرده است:

- ۱) خطر به اعتبار عدم وثوق به امکان تسلیم،
- ۲) خطر به اعتبار عدم وثوق به تحقق وجود خارجی،
- ۳) خطر به اعتبار جهل نسبت به مقدار، جنس یا وصف یکی از عوضین، به گونه‌ای که معلوم نیست ثمن در برابر چه چیزی پرداخت می‌شود (نراقی، ۱۴۱۷ق، صص. ۹۳-۹۴).

در بحث ما، معنای سوم یعنی غرر ناشی از ابهام در عوضین کاربرد بیشتری دارد.

بر این اساس، نفی غرر یکی از مبانی مهم برای تمام معاملات در فقه اسلامی است. به همین دلیل، برای جلوگیری از اختلافات بعدی، وجود هرگونه غرر در قراردادها ممنوع است و اگر در متن قرارداد یا شروط ضمن آن امری وجود داشته باشد که موجب غرر شود، چنین شرط یا قراردادی پذیرفته نیست. به نظر می‌رسد آنچه در ماده ۱۳ قرارداد شرکت - در خصوص رهن - آمده، سبب غرری شدن این قرارداد می‌شود. بنابراین در

بازطراحی نظام مشارکت باید از هرگونه ضابطه‌ای که منجر به جهل و ابهام در جنس یا نوع عوضین یا زمینه‌ساز فریبکاری و سوءاستفاده شود، به‌طور جدی اجتناب گردد.

۴-۲-۴. نفی ضرر

قاعده نفی ضرر یکی از مهم‌ترین قواعد فقهی است که مباحث فراوانی پیرامون آن میان فقها مطرح شده است؛ هرچند ورود تفصیلی به آن در این مجال ممکن نیست. آنچه به بحث ما مربوط می‌شود این است که، اولاً این قاعده به معنای اخبار شارع از عدم جعل حکم ضرری (چه تکلیفی و چه وضعی) و نیز حکم شارع به انتفای موضوع ضرری با عنایت و ادعای عدم جعل حکم برای آن است (مشکینی، ۱۴۱۶ق، ص. ۲۰۳). بنابراین، شمول این قاعده هم احکام شرعی و هم موضوعات خارجی را دربرمی‌گیرد (محقق داماد، ۱۴۰۶ق، ج ۱، ص. ۱۵۰).

بر اساس این قاعده، برای دفع ضرر از خود، اضرار به دیگری جایز نیست (بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۱، ص. ۲۳۸). برخی محققان نیز تأکید کرده‌اند که قلمرو قاعده نفی ضرر فراتر از زیان‌های مالی است و همه رفتارهایی را شامل می‌شود که از نظر عرف و عقلا به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم موجب سلب حقی از حقوق انسان‌ها یا سبب آسیب و سوءحال آنان گردد؛ خواه این ضررها شخصی باشد یا نوعی، مالی باشد یا غیرمالی (کرمی و پورمند، ۱۳۹۰، ص. ۲۹). برای نمونه، سلب حق کار یا سلب آزادی انتخاب شغل از افراد جامعه نیز از مصادیق این ضررها به شمار می‌رود (هاشمی شاهرودی، ۱۴۳۱ق، ج ۵، ص. ۴۵۱).

قانون مدنی ایران نیز در تعارض میان اعمال حق و قاعده «لا ضرر»، حاکمیت این قاعده را پذیرفته است. به‌عنوان مثال:

- اجبار شریک به تعمیر دیوار مشترک در صورتی که دفع ضرر به طریق دیگری ممکن نباشد، مجاز شناخته شده است (ماده ۱۱۴).
- تصرف در حریم برای جلوگیری از ضرر به صاحب حریم ممنوع شده و میزان آن به اندازه‌ای تعیین گردیده که برای دفع ضرر کافی باشد (مواد ۱۳۸ و ۱۳۹).

- تقسیم مال مشترک، اگر متضمن ضرر شریک باشد، بدون رضایت شریک متضرر ممنوع است (مواد ۵۹۱ و ۵۹۲) (محقق داماد، ۱۴۰۶، ج ۱: ۱۶۱-۱۶۲).

بنابراین، در نظامی که برای عقد مشارکت طراحی می‌شود باید این اصل رعایت شود که محروم کردن شرکا از حقوق طبیعی آنان، خلاف موازین است و هر شرطی که به سلب این حقوق منجر شود، مصداق ضرر و به موجب قاعده، باطل خواهد بود. نمونه بارز این امر، شروطی همچون سلب حق اقامه دعوی یا سلب اختیار وکیل گرفتن است که پیش‌تر بدان اشاره شد.

۴-۲-۵. نفی اکل مال به باطل

این اصل برگرفته از آیه شریفه: «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ» (نساء / ۲۹) است. در این آیه، خداوند متعال مؤمنان را از «اکل مال به باطل» نهی کرده است. مقصود از «اکل» در این آیه، تصرف و مقصود از «باطل»، سبب باطل است. بنابراین، این نهی شامل همه مواردی می‌شود که شارع آن‌ها را مجاز ندانسته است؛ مانند غصب، سرقت، خیانت و عقود فاسد. علت به‌کارگیری واژه «اکل» - با وجود آنکه شامل همه تصرفات می‌شود - این است که خوردن (اکل) بزرگ‌ترین بهره‌برداری از مال است؛ لذا این تعبیر از باب ذکر ملزوم و اراده لازم به کار رفته است (سیوری حلی، ۱۴۲۵ق، ج ۲، ص. ۳۳؛ اردبیلی، بی‌تا، ص. ۴۲۷).

فقه‌ها در بسیاری از موارد با استناد به قاعده «اکل مال به باطل» حکم به حرمت و بطلان معامله کرده‌اند. برخی از این موارد عبارت‌اند از:

- معاملاتی که موضوع آن فاقد منفعت حلال و مالیت است،
- معاملاتی که موجب تضییع حقوق دیگران می‌شود،
- معاملات مستلزم ضرر و زیان،
- قراردادهای مبتنی بر فریبکاری و تحمیق (غرر)،
- معاملات مرتبط با فساد و فحشاء،
- دریافت اجرت بر انجام واجبات،
- قراردادهای لغو و لهو،

- معاملاتی که مال از طریق تضعیف نظام اسلامی به دست می‌آید (اسماعیلی، ۱۳۷۳، ص. ۱۳۸).

همان‌طور که از معنای آیه برمی‌آید، عقود فاسد نیز از مصادیق نهی این آیه هستند. براساس نظر مشهور فقها، شروط فاسد نیز مفسد عقد به شمار می‌روند. بنابراین، در طراحی نظام مشارکت باید از تعیین هرگونه شرط یا ضابطه‌ای که موجب فساد عقد می‌شود اجتناب گردد. همچنین باید از گنجاندن ضوابطی که منجر به تضییع حقوق شرکا می‌شود - مانند شرط مدیریت تبرعی مشتری بر اموال شرکت (ماده ۷) - پرهیز شود.

۴-۲-۶. نفی عسر و حرج

قاعده نفی عسر و حرج از قواعد مهم و کاربردی فقه است که علاوه بر جایگاه فقهی، یک اصل فطری نیز به شمار می‌رود. بر اساس این قاعده:

(۱) در شریعت، هیچ حکمی که برای عموم مردم سخت و مشقت‌بار باشد جعل نشده است.

(۲) هر حکمی که در مرحله اجرا موجب مشقتی گردد که عادتاً غیرقابل تحمل است، منجز و لازم‌الاجرا نخواهد بود.

تشخیص این مشقت بر عهده عرف است. رسالت این قاعده، از دیدگاه فقها، تسهیل امور، برطرف کردن دشواری‌ها و ارائه راه‌حل‌های متناسب با شرایط خاص انسان‌هاست. به‌عنوان نمونه، اگر پس از انعقاد قرارداد اقتصادی یکی از طرفین بلافاصله دچار پشیمانی شود و ادامه معامله برای او عسر و حرج به همراه داشته باشد، اسلام اجازه می‌دهد که معامله را یک‌طرفه فسخ کند (کرمی و پورمند، ۱۳۹۰، ص. ۳۷-۴۳).

از جمله کاربردهای این قاعده در فقه، بحث قرض است. قرآن کریم می‌فرماید: «وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ» (بقره/ ۲۸۰). براساس این آیه، اگر پرداخت بدهی موجب سختی و مشقت فوق‌العاده برای بدهکار گردد، تکلیف او به ادای دین ساقط است و طلبکار موظف است به او مهلت دهد. امام خمینی (ره) نیز در تحریر الوسیله، مسأله ۱۶ از احکام دین، می‌فرماید: «همان‌طور که ادای دین بر کسی که در مشقت و تنگنا قرار

دارد واجب نیست، بر طلبکار نیز حرام است در مطالبه دین خود بر بدهکار سخت بگیرد، بلکه واجب است تا رفع مشکل به او مهلت دهد» (موسوی خمینی، بی تا، ج ۱، ص. ۶۵۱). با این حال، آنچه در نظام بانکی کنونی مشاهده می‌شود - اخذ جریمه دیرکرد حتی در شرایطی که مشتری یا شریک دچار عسر و حرج است و توان پرداخت دین را ندارد - خلاف این آموزه قرآنی و قاعده فقهی است. بنابراین، در طراحی نظام مشارکت باید این اصل رعایت شود که در شرایط خاص، ادامه قرارداد برای برخی شرکا موجب عسر و حرج می‌شود؛ لذا لازم است امکان و راهکاری برای فسخ قرارداد در چنین مواردی پیش‌بینی شود، نه آنکه با شروط ضمن عقد، حق فسخ از شرکا سلب گردد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در نتیجه بررسی‌های انجام‌شده درباره قرارداد مشارکت موجود در بانک‌های ایران، مشخص شد که:

۱) قرارداد یکسان‌سازی‌شده ابلاغی بانک مرکزی در همه بانک‌ها عملاً اجرا نمی‌شود.

۲) همین قرارداد و نیز قراردادهای رایج بانکی دارای اشکالات متعدد فقهی هستند.

در بخش «نکات کلی چالش‌های فقهی»، مهم‌ترین و اساسی‌ترین اشکال این قرارداد، تبدیل ماهیت فقهی عقد شرکت از عقد مشارکتی به عقد مبادله‌ای دانسته شد. همچنین در نقد مواد قرارداد، ۱۵ اشکال فقهی بر مفاد آن مطرح گردید که از جمله مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به مواردی چون: مدیریت تبرعی مشتری بر اموال شرکت، تعهد به جبران خسارت، الزام مشتری به خرید شرکت، مسئولیت جبران ضرر ناشی از اقدام قضایی، ارتهان پیش از ثبوت دین، ضامن کردن امین و تعهد به پرداخت هزینه‌های احتمالی اشاره کرد.

در بخش اشکالات اجرایی نیز چالش‌هایی همچون ریسک انتخاب بد، مشکلات نظارتی، تقویم و ارزش‌گذاری سرمایه‌های غیرنقدی، ریسک بازار و... شناسایی شد. در نهایت، برای بازطراحی نظام بانکی در بخش عقد مشارکت، اصول کلی به دو دسته تقسیم گردید:

- (۱) **اصول ایجابی:** عدالت، تداول اموال، رعایت مقتضای عقد، احترام عمل مسلمان، تبعیت نمو از اصل، رعایت مصالح نظام اسلامی، اعتبارسنجی پیش از اعطای تسهیلات و اعتماد طرفینی.
- (۲) **اصول سلبی:** نفی ربا، نفی ظلم، نفی غرر، نفی ضرر، نفی از اکل مال به باطل و نفی عسر و حرج.

ملاحظات حقوقی
- پیروی 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 پایان‌نامه، رساله و طرح پژوهشی نیست.

کتابنامه

- (۱) ابن بابویه، محمد بن علی (۱۳۷۸ق). *عیون أخبار الرضا علیه السلام* (جلد ۲). ایران، تهران: نشر جهان.
- (۲) احمدی حاجی آبادی، سیدروح‌اله؛ و بهاروندی، احمد (۱۳۸۹). راهکارهای اجرای صحیح عقود مشارکتی در نظام بانکی ایران. *اقتصاد اسلامی*، ۱۰ (۳۸)، ۱۱۹-۱۴۶.
- (۳) اسدیگی، پیمان (۱۴۰۱) اعتبار شرط تضمین سود به نفع بانک در قراردادهای مشارکت مدنی بانک. *پژوهش ملل*، ۲۱ (۸۱)، ۸۷-۱۱۷.
- (۴) اسماعیلی، اسماعیل. ۱۳۷۳. اکل مال به باطل در بینش فقهی شیخ انصاری. *کاوشی نو در فقه اسلامی*، ۱ (۱)، ۱۲۷-۱۴۷.
- (۵) اردبیلی، احمد بن محمد (بی‌تا). *زبدۀ البیان فی أحكام القرآن*. ایران، تهران: المکتبه الجعفریه لإحياء الآثار الجعفریه.
- (۶) انصاری، مرتضی بن محمد امین (۱۴۱۵ق). *المکاسب* (جلد ۳ و ۶). ایران، قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری.
- (۷) بجنوردی، سیدحسن بن آقابزرگ موسوی (۱۴۱۹ق). *القواعد الفقهیة* (جلد ۲ و ۵). ایران، قم: نشر الهادی.
- (۸) تیمی آمدی، عبدالواحد بن محمد (۱۴۱۰ق). *غررالحکم و درر الکلم* (مجموعه من کلمات و حکم الإمام علی علیه السلام). ایران، قم: دار الکتاب الإسلامی.

۹) حسینی، امراله؛ و زارعی محمودآبادی، محمد (۱۴۰۲). نظریه مساهمت ابتدایی در سود؛ تحول در مفهوم شرکت و بستری برای تحقق بانکداری اسلامی. تحقیقات مالی اسلامی،

۱۲(۴)، ۷۲۶-۶۹۵. DOI: [10.30497/ifr.2023.244422.1828](https://doi.org/10.30497/ifr.2023.244422.1828)

۱۰) جعفری تبریزی، محمدتقی (۱۴۱۹ق). رسائل فقهی. ایران، تهران: کرامت.

۱۱) جمعی از مؤلفان (بی‌تا). فقه اهل‌البیت علیهم‌السلام (جلد ۲ و ۳۵). ایران، قم: مؤسسه دائرةالمعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل‌بیت علیهم‌السلام.

۱۲) حاجی جعفری، زینب (۱۳۹۲). بررسی سازگاری عملکرد نظام بانکی ایران در اجرای عقد مشارکت و قانون بانکداری بدون ربا و ارائه الگوی مطلوب عملیاتی (رساله دکتری). دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران.

۱۳) حقانی، صمد؛ دلشاد معارف، ابراهیم؛ میرداداشی، سید مهدی؛ و صادقی، محمد (۱۴۰۲). مدیریت منابع مالی در مغایرت نرخ سود قراردادهای تسهیلات مشارکت مدنی چندمرحله‌ای بین مشتریان و بانک‌ها. مدیریت منابع در نیروی انتظامی، ۱۱(۴۲)، ۲۰۳-۲۲۲.

۱۴) حسینی، سیداسداله (۱۴۰۰). بررسی علل عدم اجرای صحیح عقد مشارکت مدنی در بانکداری بدون ربا و راهکارهای تصحیح آن. معارف اسلامی و اقتصاد، ۹(۲)، ۵-۳۹.

۱۵) حسینی، سید علی؛ و حسینی، سیدمیرالله (۱۴۰۰). مفاد قاعده عدالت از دیدگاه استاد مطهری. پژوهش‌نامه فقه اجتماعی، ۹(۲)، ۲۳۳-۲۶۰.

۱۶) حکیمی، محمدرضا؛ حکیمی، محمد؛ و حکیمی، علی (۱۳۸۰). الحیاء (جلد ۶)، (احمد آرام: مترجم). ایران، تهران: دفتر نشر فرهنگ اسلامی.

۱۷) موسوی خمینی، سید روح‌اله (۱۴۲۴ق). توضیح المسائل (جلد ۲). قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.

۱۸) موسوی خمینی، سید روح‌اله (۱۴۲۱ق). البیع (جلد ۲ و ۳). ایران، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی(ره).

۱۹) زارعی محمودآبادی، محمد؛ و رعایائی، مهدی (۱۴۰۳). چالش‌های فقهی و اجرایی قرارداد مشارکت مدنی در نظام بانکداری ایران و راهکار اصلاح آن. اقتصاد و بانکداری اسلامی،

۱۳(۴۹)، ۳۵۹-۳۳۷

۲۰) سلیمانی، عباس؛ و راغبی، محمدعلی (۱۳۹۸). بررسی فقهی قاعده عدالت اجتماعی. حکومت اسلامی، ۲۴(۹۱)، ۵۸-۳۳.

- (۲۱) سیوری، حلی (۱۴۲۵ق). *فاضل مقداد، مقداد بن عبدالله، کنز العرفان فی فقه القرآن* (جلد دوم). ایران، قم: مرتضوی.
- (۲۲) صادقیان، عباس؛ شیر، فتاح؛ عباسی، مجتبی؛ و نیکروش، سعیده (۱۳۹۷). بررسی عقد مشارکت در سیستم بانکی ایران. *جامعه‌شناسی سیاسی ایران*. ۱(۴)، ۴۵۱-۴۶۶.
- (۲۳) صدر، سید محمدباقر (۱۴۱۷ق). *اقتصادنا*. ایران، قم: دفتر تبلیغات اسلامی.
- (۲۴) طالبی، محمد؛ و کیانی، حسن (۱۳۹۱). ریشه‌یابی چالش‌های استفاده از عقود مشارکتی در نظام بانکداری جمهوری اسلامی ایران. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۱(۲)، ۳۷-۵۵.
DOI: [10.30497/ifr.2012.1522](https://doi.org/10.30497/ifr.2012.1522)
- (۲۵) طباطبایی، سید محمدحسین (۱۴۱۷ق). *المیزان فی تفسیر القرآن* (جلد ۱۲ و ۱۷). ایران، قم: دفتر انتشارات اسلامی جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
- (۲۶) طبرسی، فضل بن حسن (۱۳۷۲). *مجمع‌البیان فی تفسیر القرآن* (جلد ۹). ایران، تهران: ناصرخسرو.
- (۲۷) طوسی، محمد بن حسن (بی‌تا). *التبیان فی تفسیر القرآن* (جلد ۹). لبنان، بیروت: دار احیاء التراث العربی.
- (۲۸) طوسی، محمد بن حسن (۱۴۰۷ق). *الخلاف* (جلد ۳). ایران، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
- (۲۹) علوی، سید یحیی (۱۳۸۸). *بانکداری بدون ربا (چالش‌ها و راهکارها)*. ایران، تهران: دانشگاه امام صادق علیه‌السلام.
- (۳۰) عیوضلو، حسین (۱۳۸۷). اصول و مبانی نظام پولی در اقتصاد اسلامی. *اقتصاد اسلامی*، ۸(۲۹)، ۳۵-۶۲.
- (۳۱) غریبی، ناصر؛ شریفی، علیرضا؛ شریفی، ارکان؛ و پارسا، فرزاد (۱۴۰۱-الف). سیاست بانکداری در ایران: مطالعه موردی اجرای قراردادهای مشارکت مدنی در نظام بانکی ایران. *جامعه‌شناسی سیاسی ایران*. ۵(۱)، ۶۷۳-۶۸۹.
- (۳۲) غریبی، ناصر؛ شریفی، علیرضا؛ شریفی، ارکان؛ پارسا، فرزاد (۱۴۰۱-ب). اجرای قراردادهای مشارکت مدنی در نظام بانکی ایران. *جامعه‌شناسی سیاسی ایران*، ۵(۱۷)، ۶۷۴-۶۸۹.
DOI: [10.30510/psi.2022.322769.2903](https://doi.org/10.30510/psi.2022.322769.2903)
- (۳۳) غریبی، ناصر؛ شریفی، علیرضا؛ شریفی، ارکان؛ پارسا، فرزاد (۱۴۰۱-ج). انحلال قرارداد مشارکت مدنی در نظام حقوق مدنی و بانکی ایران. *جامعه‌شناسی سیاسی ایران*، ۵(۶)، ۱۹۲۲-۱۹۳۵.
DOI: [10.30510/psi.2022.327812.3049](https://doi.org/10.30510/psi.2022.327812.3049)

- ۳۴) قلیچ، وهاب (۱۳۹۵). بررسی میزان انطباق «قرارداد» و «عملیات» مشارکت مدنی با موازین شریعت در نظام بانکی جمهوری اسلامی ایران. معرفت/اقتصاد/اسلامی، ۸(۱۵)، ۵-۲۴.
- ۳۵) کرمی، محمدمهدی؛ و پورمند، محمد (۱۳۹۰). مبانی فقهی اقتصاد/اسلامی. ایران، قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه و سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- ۳۶) کریمی، عباس؛ و مرادی، یاسر (۱۳۹۴). سوءاستفاده از شروط قراردادهای مشارکت مدنی در بانکداری اسلامی و مطالعه تطبیقی با آموزه‌های دایرکتیو اتحادیه اروپا. مطالعاتی در مدیریت بانکی و بانکداری اسلامی، ۱(۱)، ۳۹-۷۰.
- ۳۷) کلینی، محمد بن یعقوب بن اسحاق (۱۴۰۷ق). الکافی (جلد ۵). ایران، تهران: دارالکتب الإسلامیة.
- ۳۸) محقق داماد، سید مصطفی (۱۴۰۶ق). قواعد فقه (جلد ۱). ایران، تهران: مرکز نشر علوم اسلامی.
- ۳۹) محمدی باردی، احمد (۱۳۷۸). عقد مشارکت در قانون عملیات بانکداری بدون ربا (مصوب ۱۳۶۲) و تطبیق آن با حقوق مدنی. ایران، تهران: دانشگاه امام صادق علیه‌السلام.
- ۴۰) مختاری، حسین (۱۳۹۲). نقش و جایگاه عقود مشارکتی در معماری نظام مالی ایران. ایران، تهران: دانشگاه امام صادق علیه‌السلام.
- ۴۱) مشکینی، میرزا علی (۱۴۱۶ق). اصطلاحات الأصول و معظم أبحاثها. ایران، قم: الهادی.
- ۴۲) مصطفوی، سید محمدکاظم (۱۴۲۱ق). مائۀ قاعدۀ فقهیۀ. ایران، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
- ۴۳) مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۰). القواعد الفقهیه (جلد ۳). ایران، قم: مدرسه الامام علی بن ابی‌طالب(ع).
- ۴۴) مغربی، ابوحنیفه، نعمان بن محمد تمیمی (۱۳۸۵). دعائم الإسلام (جلد ۲). ایران، قم: مؤسسه آل البيت علیهم‌السلام.
- ۴۵) موسوی، سید محمد (۱۳۹۴). جایگاه مصلحت در حکومت اسلامی با تأکید بر اندیشه فقهی - سیاسی امام خمینی(ره). حکومت/اسلامی، ۲۰(۷۵)، ۳۵ - ۶۶.
- ۴۶) موسویان، سیدعباس (۱۳۸۰). تجزیه و تحلیل عملکرد بانکداری بدون ربا (مجموعه مقالات همایش دوسالانه اقتصادی). ایران، تهران: دانشگاه تربیت مدرس.
- ۴۷) موسویان، سید عباس (۱۳۸۵). بانکداری بدون ربا از نگاه شهید صدر. اقتصاد/اسلامی، ۶(۱۰۱)، ۷۱-۱۰۱.

- ۴۸) میثمی، حسین (۱۴۰۱). آسیب‌شناسی کاربرد مشارکت مدنی در بانک‌های توسعه‌ای براساس نظر خبرگان و ارائه مرابحه پروژه‌ای به‌عنوان جایگزین مقاله. *مطالعات اقتصاد اسلامی*، ۱۴(۲)، ۶۷۹-۶۳۷. DOI: [10.30497/ies.2022.240967.1973](https://doi.org/10.30497/ies.2022.240967.1973)
- ۴۹) میرزای قمی، ابوالقاسم بن محمدحسن (۱۴۳۰ق). *القوانین المحکمه فی الأصول* (جلد ۳). ایران، قم: احیاء الکتب الاسلامیه.
- ۵۰) نجفی، محمدحسن (۱۴۰۴ق). *جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام* (جلد ۲۶). لبنان، بیروت: دار احیاء التراث العربی.
- ۵۱) نراقی، مولی احمد بن محمد مهدی (۱۴۱۷ق). *عوائد الأيام فی بیان قواعد الأحکام*. ایران، قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
- ۵۲) نصرآبادی، داود (۱۳۸۹). ارزیابی عملکرد عقد مشارکت در بانکداری جمهوری اسلامی ایران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.
- ۵۳) نظریور، محمدنقی؛ و کشاورزین پیوستی، اکبر (۱۳۹۲). الزامات احیای عقد مشارکت حقوقی راهبردی برای تحقق بانکداری PLS در نظام بانکداری بدون ربا. *راهبرد اقتصادی*، ۷۹-۳۹، ۲(۷).
- ۵۴) هاشمی شاهرودی، سید محمود (۱۴۳۱ق). *بحوث فی علم الاصول* (جلد ۵). ایران، قم: دائرةالمعارف الفقه الاسلامی.
- ۵۵) هاشمی شاهرودی، سید محمود (۱۴۲۵ق). *الخمس* (جلد ۲). ایران، قم: مؤسسه دائرةالمعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل‌بیت علیهم‌السلام.
- ۵۶) هاشمی شاهرودی، سید محمود (۱۴۳۴ق). *بحوث فی الفقه کتاب الشرکه*. ایران، قم: مؤسسه فقه و معارف اهل‌البیت.

Reference

- 1) Ahmadi Hājji-Ābādī, S. R., & Bahārvandī, A. (1389 SH/2010). Rāhkārḥā-ye Ejṛā-ye Ṣaḥīḥ-e 'Oqūd-e Mošārakatī dar Neẓām-e Bānkī-ye Irān [Strategies for the Correct Implementation of Partnership Contracts in Iran's Banking System]. *Eqteṣād-e Eslāmī [Islamic Economics]*, 10(38), 119-146. [in Persian].
- 2) Asadbegī, P. (1401 SH/2022). E'tebār-e Ṣarṭ-e Ẓamān-e Sūd be Naf'-e Bānk dar Qardāddhā-ye Mošārakat-e Madanī-ye Bānk [Validity of Profit Guarantee Clauses in Civil Partnership Contracts of Banks]. *Pajohesh-e Melal [Nations Research]*, 21(81), 87-117. [in Persian].
- 3) Ardabili, Ahmad bin Mohammad (Bita). Zebda al-Bayan in the rules of the Qur'an. Iran, Tehran: Al-Jaafari Library for Revival of Al-Jaafari Antiquities. [in Persian].

- 4) Esmā'ili, E. (1373 SH/1994). Akl-e Māl be Bātel dar Bīneš-e Feqhī-ye Šayḵ Anšārī [Unlawful Wealth Consumption in the Jurisprudential Thought of Shaykh Anšārī]. *Kāvošī Now dar Feqh-e Eslāmī [New Inquiry in Islamic Jurisprudence]*, 1(1), 127-147. [in Persian].
- 5) Hoseyni, A., & Zāre'ī Maḥmūdābādī, M. (1402 SH/2023). Nazariye-ye Mosāhamat-e Ebtedā'ī dar Sūd; Taḥavvol dar Mafhūm-e Šerkat va Bastarī barā-ye Taḥaqquq-e Bānkdarī-ye Eslāmī [The Theory of Initial Profit Participation; A Transformation in the Concept of Company and a Basis for the Realization of Islamic Banking]. *Taḥqīqāt-e Mālī-ye Eslāmī [Islamic Financial Research]*, 12(4), 695-726. DOI: 10.30497/ifr.2023.244422.1828 [in Persian].
- 6) Hājji Ja'fari, Z. (1392 SH/2013). Barrasī-ye Sāzgārī-ye 'Amalkard-e Neẓām-e Bānkī-ye Irān dar Ejrā-ye 'Aqd-e Mošārakat va Qānūn-e Bānkdarī-ye Bedūn-e Rebā va Erā'e-ye Olgū-ye Maṭlūb-e 'Amaliāti [Examining the Consistency of Iran's Banking System in Implementing the Partnership Contract and the Interest-Free Banking Law and Providing an Optimal Operational Model] (Phd dissertation). University of ..., Tehran, Iran. [in Persian].
- 7) Haqqāni, Š., Delšād Ma'āref, E., Mirdādāši, S. M., & Šādeqi, M. (1402 SH/2023). Modiriyat-e Manābe'-e Mālī dar Moğāyerat-e Noḵ-ye Sūd-e Qardāddhā-ye Tas-hilāt-e Mošārakat-e Madanī-ye Čand-Marḥale'ī beyne Mošta riyān va Bānk-hā [Financial Resource Management in Conflicts over Multi-Stage Civil Partnership Contracts between Customers and Banks]. *Modiriyat-e Manābe' dar Nīrū-ye Entezāmī [Resource Management in the Police Force]*, 11(42), 203-222. [in Persian].
- 8) Hoseyni, S. A. (1400 SH/2021). Barrasī-ye 'Ellal-e 'Adam-e Ejrā-ye Šaḥīh-e 'Aqd-e Mošārakat-e Madanī dar Bānkdarī-ye Bedūn-e Rebā va Rāhkārḥā-ye Tašḥīh-e Ān [Investigating the Causes of Improper Implementation of Civil Partnership in Interest-Free Banking and Its Corrective Strategies]. *Ma'āref-e Eslāmī va Eqtešād [Islamic Studies and Economics]*, 9(2), 5-39. [in Persian].
- 9) Hoseyni, S. 'A., & Hoseyni, S. Amrallāh (1400 SH/2021). Mafād-e Qā'ede-ye 'Adālat az Didgāh-e Ostad Moṭaḥharī [The Content of the Justice Principle from the Perspective of Martyr Moṭaḥharī]. *Pajohešnāmeḥ-ye Feqh-e Ejtemā'ī [Journal of Social Jurisprudence]*, 9(2), 233-260. [in Persian].
- 10) Ḥakīmī, M. R., Ḥakīmī, M., & Ḥakīmī, 'A. (1380 SH/2001). *Al-Ḥayāt* (Vol. 6) (A. Ārām, Trans.). Tehran: Daftar-e Našr-e Farhang-e Eslāmī [in Persian].
- 11) Zāre'ī Maḥmūdābādī, M., & Ra'yā'ī, M. (1403 SH/2024). Čāleš-hā-ye Feqhī va Ejrā'ī-ye Qardād-e Mošārakat-e Madanī dar Neẓām-e Bānkdarī-ye Irān va Rāhkār-e Eslāh-e Ān [Jurisprudential and Operational Challenges of Civil Partnership Contracts in Iran's

- Banking System and Reform Solutions]. *Eqtešād va Bānk-dārī-ye Eslāmī* [Islamic Banking and Economics], 13(49), 337-359. [in Persian].
- 12) Solaymānī, 'A., & Rāḡebī, M. 'A. (1398 SH/2019). Barrasī-ye Feqhī-ye Qā'ede-ye 'Adālat-e Ejtemā'ī [Jurisprudential Study of the Principle of Social Justice]. *Hokūmat-e Eslāmī* [Islamic Government], 24(91), 33-58. [in Persian].
 - 13) Šādeqīān, 'A., Širī, F., 'Abbāsī, M., & Nikruš, S. (1397 SH/2018). Barrasī-ye 'Aqd-e Mošāarakat dar Sīstem-e Bānkī-ye Irān [Examining the Partnership Contract in Iran's Banking System]. *Jāme'e-šenāsi-ye Sīāsī-ye Irān* [Iranian Political Sociology], 1(4), 451-466. [in Persian].
 - 14) Siyuri, H. (1425 AH/ 2004). Fazil Moqdad, Moqdad bin Abdullah, Kenz al-Irfan fi Fiqh al-Qur'an (Volume II). Iran, Qom: Mortazavi. [in Arabic].
 - 15) Ibn Bābawayh, M. b. 'Alī. (1378 AH/1959). *Uyūn Akhbār al-Riḍā* (Vol. 2). Tehran: Našr-e Jahān [in Arabic].
 - 16) Anšārī, M. b. Muḥammad-Amīn. (1415 AH/1994). *Al-Makāsib* (Vols. 3 & 6). Qom: Kongra-ye Jahānī-ye Bozorgdāsh-t-e Shaykh-e A'zam Anšārī [in Arabic].
 - 17) Bojnūrdī, S. H. M. (1419 AH/1998). *Al-Qawā'ed al-Fiqhiyya* (Vols. 2 & 5). Qom: Našr al-Hādī [in Arabic].
 - 18) Tamīmī Āmadī, 'A. b. Muḥammad. (1410 AH/1989). *Ghorar al-Hikam wa Dorar al-Kalim*. Qom: Dār al-Kitāb al-Eslāmī [in Arabic].
 - 19) Ja'farī Tabrizī, M. T. (1419 AH/1998). *Rasā'el Feqhīyya*. Tehran: Karāmat [in Arabic].
 - 20) Mūsavī Komeynī, R. (1424 AH/2003). *Tawzīh al-Masā'el* (Vol. 2). Qom: Daftar al-Enteshārāt al-Eslāmī, Jāme'a-ye Modarresīn-e Hawza-ye 'Ilmiyya-ye Qom [in Arabic].
 - 21) Mūsavī Komeynī, R. (1421 AH/2000). *Al-Bay'* (Vols. 2 & 3). Tehran: Mo'assese-ye Tanzīm va Našr-e Āthār-e Emām Komeynī [in Arabic].
 - 22) Ṭālebī, M., & Kiā'i, H. (1391 SH/2012). Riše-yābi-ye Čāleš-hā-ye Estefāde az 'Oqūd-e Mošāarakati dar Nežām-e Bānk-dārī-ye Jomhūrī-ye Eslāmī-ye Irān [Root-Cause Analysis of the Challenges of Using Partnership Contracts in the Banking System of the Islamic Republic of Iran]. *Tahqīqāt-e Mālī-ye Eslāmī* [Islamic Financial Research], 1(2), 37-55. DOI: 10.30497/ifr.2012.1522 [in Persian].
 - 23) Ṭabrisī, Fazl b. Ḥasan. (1372 SH/1993). *Mağma' al-Bayān fī Tafsīr al-Qur'ān* (Vol. 9). Tehran: Nāšer-Ḳosrow [in Persian].
 - 24) Alavī, S. Yaḥyā. (1388 SH/2009). *Bānk-dārī-ye Bedūn-e Rebā* (Čāleš-hā va Rāhkarhā) [Interest-Free Banking: Challenges and Strategies]. Tehran: Imam Sadiq University [in Persian].
 - 25) İūzlū, H. (1387 SH/2008). Oşul va Mabānī-ye Nežām-e Polī dar Eqtešād-e Eslāmī [Principles and Foundations of the Monetary System in Islamic Economy]. *Eqtešād-e Eslāmī* [Islamic Economics], 8(29), 35-62. [in Persian].

- 26) Ġaribī, N., Šarifi, 'A., Šarifi, A., & Pārsā, F. (1401 SH/2022-a). Siāsat-e Bānk-dāri dar Īrān: Moṭāle'e-ye Moredi-ye Ejra-ye Qardād-hā-ye Mošarakat-e Madanī dar Neẓām-e Bānkī-ye Īrān [Banking Policy in Iran: A Case Study of Implementing Civil Partnership Contracts in Iran's Banking System]. *Jāme'e-šenāsi-ye Siāsi-ye Īrān [Iranian Political Sociology]*, 5(1), 673-689. [in Persian].
- 27) Ġaribī, N., Šarifi, 'A., Šarifi, A., & Pārsā, F. (1401 SH/2022-b). Ejra-ye Qardād-hā-ye Mošarakat-e Madanī dar Neẓām-e Bānkī-ye Īrān [Execution of Civil Partnership Contracts in Iran's Banking System]. *Jāme'e-šenāsi-ye Siāsi-ye Īrān [Iranian Political Sociology]*, 5(17), 674-689. DOI: 10.30510/psi.2022.322769.2903 [in Persian].
- 28) Ġaribī, N., Šarifi, 'A., Šarifi, A., & Pārsā, F. (1401 SH/2022-c). Enḥelāl-e Qardād-e Mošarakat-e Madanī dar Neẓām-e Hoqūq-e Madanī va Bānkī-ye Īrān [Dissolution of Civil Partnership Contracts in Iran's Civil and Banking Law]. *Jāme'e-šenāsi-ye Siāsi-ye Īrān [Iranian Political Sociology]*, 5(6), 1922-1935. DOI: 10.30510/psi.2022.327812.3049 [in Persian].
- 29) Qolič, V. (1395 SH/2016). Barrasi-ye Mizān-e Entebāq-e "Qardād" va "Amaliyāt" Mošarakat-e Madanī bā Mavāzin-e Šari'at dar Neẓām-e Bānkī-ye Jomhūri-ye Eslāmī-ye Īrān [Examining the Conformity of Civil Partnership "Contract" and "Operations" with Sharia in Iran's Banking System]. *Ma'rafat-e Eqtešād-e Eslāmī [Knowledge of Islamic Economics]*, 8(15), 5-24. [in Persian].
- 30) Karāmī, M. M., & Pürmnad, M. (1390 SH/2011). *Mabāni-ye Feqhī-ye Eqtešād-e Eslāmī [Jurisprudential Foundations of Islamic Economy]*. Qom: Pajohešgāh-e Ḥawza va Dānešgāh & SAMT [in Persian].
- 31) Karimī, 'A., & Morādī, Y. (1394 SH/2015). Sū'estefāde az Šorūṭ-e Qardād-hā-ye Mošarakat-e Madanī dar Bānk-dāri-ye Eslāmī va Moṭāle'a-ye Taṭbīqī bā Āmuzahā-ye Dāyrekativ-e Eteḥādiye-ye Ūrūpā [Misuse of Clauses in Civil Partnership Contracts in Islamic Banking and a Comparative Study with the EU Directive]. *Moṭāla'āti dar Modiriyat-e Bānkī va Bānk-dāri-ye Eslāmī [Studies in Banking Management and Islamic Banking]*, 1(1), 39-70. [in Persian].
- 32) Moḥammadi Bārdū, A. (1378 SH/1999). 'Aqd-e Mošarakat dar Qānūn-e 'Amaliyāt-e Bānkī-ye Bedūn-e Rebā (Maṣṣab-e 1362) va Taṭbīq-e Ān bā Hoqūq-e Madanī [Partnership Contract in the Interest-Free Banking Law (1983) and Its Application with Civil Law]. Tehran: Imam Sadiq University [in Persian].
- 33) Moktāri, H. (1392 SH/2013). Naqš va Jāyghā-e 'Oqūd-e Mošarakati dar Me'mārī-ye Neẓām-e Mālī-ye Īrān [The Role and Position of Partnership Contracts in the Architecture of Iran's Financial System]. Tehran: Imam Sadiq University [in Persian].

- 34) Moussavian, S, A. (1385 SH/ 2006). Banking without interest from the perspective of Martyr Sadr. *Islamic Economics*, 6(101), 71-101. [in Persian].
- 35) Šadr, S. M. B. (1417 AH/1996). *Eqtešādunā [Our Economy]*. Qom: Daftar-e Tabliġāt al-Eslāmī [in Arabic].
- 36) Ṭabātabā'ī, S. M. H. (1417 AH/1996). *Al-Mizān fī Tafsīr al-Qur'ān* (Vols. 12 & 17). Qom: Daftar al-Enteshārāt al-Eslāmī, Jāme'a-ye Modarresīn [in Arabic].
- 37) Tūsī, M. b. Ḥasan. (1407 AH/1987). *Al-Kelāf* (Vol. 3). Qom: Daftar al-Enteshārāt al-Eslāmī, Jāme'a-ye Modarresīn [in Arabic].
- 38) Kolaynī, M. b. Ya'qūb. (1407 AH/1987). *Al-Kāfi* (Vol. 5). Tehran: Dār al-Kutub al-Eslāmiyya [in Arabic].
- 39) Moḥaqqiq Dāmād, S. Moštafā. (1406 AH/1986). *Qawā'ed al-Feqh* (Vol. 1). Tehran: Markaz-e Našr-e 'Olūm-e Eslāmī [in Arabic].
- 40) Moškīnī, M. 'A. (1416 AH/1995). *Eṣṭelāḥāt al-Oṣūl wa Mo'zam Abḥāt-hā [Principles of Jurisprudence Terminologies]*. Qom: al-Hādī [in Arabic].
- 41) Makārem Širāzī, N. (1370 SH/1991). *Al-Qawā'ed al-Feqhiyya* (Vol. 3). Qom: Madrese-ye Emām 'Alī b. Abī Ṭāleb [in Persian].
- 42) Maġribī, Abū Ḥanīfa No'mān b. Muḥammad Tamīmī. (1385 SH/2006). *Da'ā'em al-Islām* (Vol. 2). Qom: Mo'assese-ye Āl al-Bayt [in Persian].
- 43) Mūsavi, S. M. (1394 SH/2015). Jāygāh-e Mašlahāt dar Ḥokūmat-e Eslāmī bā Ta'kid bar Andīše-ye Feqhī-Siāsī-ye Emām Komeynī [The Status of Mašlahā in the Islamic Government with Emphasis on the Jurisprudential-Political Thought of Imam Khomeini]. *Ḥokūmat-e Eslāmī [Islamic Government]*, 20(75), 35–66. [in Persian].
- 44) Mūsaviān, S. 'A. (1380 SH/2001). *Tajziye va Tahli'l-e 'Amalkard-e Bānkdarī-ye Bedūn-e Rebā [Analysis of the Performance of Interest-Free Banking]*. In *Proceedings of the Biennial Economic Conference*. Tehran: Tarbiat Modarres University [in Persian].
- 45) Mītamī, H. (1401 SH/2022). Āsīb-šenāsī-ye Kārburd-e Mošāarakat-e Madanī dar Bānk-hā-ye Towse'a'ī bar Asās-e Nazar-e Qobregān va Erā'e-ye Morābaḥa-ye Porūze'ī be-'Onvān-e Jāygāzin [Pathology of Applying Civil Partnership in Development Banks Based on Expert Opinion and Offering Project Murabaha as an Alternative]. *Motāla'āt-e Eqtešād-e Eslāmī [Islamic Economic Studies]*, 14(2), 637–679. DOI: 10.30497/ies.2022.240967.1973 [in Persian].
- 46) Našrābādī, D. (1389 SH/2010). *Arzyābi-ye 'Amalkard-e 'Aqd-e Mošāarakat dar Bānkdarī-ye Jomhūrī-ye Eslāmī-ye Īrān [Evaluation of the Performance of Partnership Contracts in Iran's Banking System]* (M.A. thesis). Imām Šadiq University, Tehran, Iran [in Persian].
- 47) Nažarpūr, M. N., & Kešāvarzīān Peyvastī, A. (1392 SH/2013). *Alzāmāt-e Ehyā-ye 'Aqd-e Mošāarakat-e Ḥoqūqī: Rāhbordī barā-ye Taḥaqquq-e Bānkdarī-ye PLS dar Nežām-e Bānkdarī-ye Bedūn-e Rebā*

- [Requirements for Reviving Legal Partnership Contract: A Strategic Approach for the Realization of PLS Banking in Iran's Interest-Free System]. *Rāhbord-e Eqtešādī [Economic Strategy]*, 2(7), 39-79. [in Persian].
- 48) Moṣṭafawī, S. M. K. (1421 AH/2000). *Mi'at Qā'eda Feqhiyya [One Hundred Jurisprudential Maxims]*. Qom: Daftar al-Enteshārāt al-Eslāmī, Jāme'a-ye Modarresin [in Arabic].
 - 49) Tūsī, M. b. Ḥasan. (n.d.). *Al-Tibyān fī Tafsīr al-Qur'ān* (Vol. 9). Beirut: Dār Iḥyā' al-Torāṭ al-'Arabī [in Arabic].
 - 50) Mirzā-ye Qummī, Abū al-Qāsem b. Muḥammad-Ḥasan. (1430 AH/2009). *Al-Qawānīn al-Muḥkama fī al-Uṣūl* (Vol. 3). Qom: Iḥyā' al-Kutub al-Eslāmiyya [in Arabic].
 - 51) Najafī, M. Ḥ. (1404 AH/1984). *Jawāher al-Kalām fī Sharḥ Šarāye' al-Eslām* (Vol. 26). Beirut: Dār Iḥyā' al-Torāṭ al-'Arabī [in Arabic].
 - 52) Narāqī, Mowlā Aḥmad b. Muḥammad-Mahdī. (1417 AH/1996). *'Awā'ed al-Ayyām fī Bayān Qawā'ed al-Aḥkām*. Qom: Daftar-e Tablīgāt al-Eslāmī [in Arabic].
 - 53) Hāšemī Šahrūdī, S. M. (1431 AH/2010). *Buḥūt fī 'Ilm al-Uṣūl* (Vol. 5). Qom: Dā'erat al-Ma'āref al-Feqh al-Eslāmī [in Arabic].
 - 54) Hāšemī Šahrūdī, S. M. (1425 AH/2004). *Al-Koms* (Vol. 2). Qom: Mo'assese-ye Dā'erat al-Ma'āref Feqh al-Eslāmī bar Mazhab Ahl al-Bayt [in Arabic].
 - 55) Hāšemī Šahrūdī, S. M. (1434 AH/2013). *Buḥūt fī al-Feqh: Kitāb al-Šerka [Research in Jurisprudence: The Book of Partnership]*. Qom: Mo'assese-ye Feqh va Ma'āref-e Ahl al-Bayt [in Arabic].

Deposit Bonds at the Crossroads of Loan and Credit: A New Assurance Against the Erosion of Value with a Legal Perspective

Author: Alireza Ali Najimi | Nasrollah Jafari* | Pegah Sarmadi

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247241.1925>

اوراق ودیعه در مرز قرض و اعتبار: «اعتباری نو در برابر زوال ارزش پول و شبهه ربا»

نویسندگان: علیرضا علی‌نجیمی | نصراله جعفری* | پگاه سارمدی

پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247241.1925>



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 uphold.



Deposit Bonds at the Crossroads of Loan and Credit: A New Assurance Against the Erosion of Value with a Legal Perspective

Alireza Ali Najimi: M.A. in Private Law, Department of Law, Faculty of Theology and Islamic Studies, Meybod University, Yazd, Iran.

alinajimi@meybod.ac.ir | 0009-0008-4026-8307

Nasrollah Jafari: Associate Professor, Department of Law, Faculty of Theology and Islamic Studies, Meybod University, Yazd, Iran (Corresponding Author)

nasrjafari@meybod.ac.ir | 0000-0002-5960-8622

Pegah Sarmadi: Assistant Professor, Department of Law, Faculty of Theology and Islamic Studies, Meybod University, Yazd, Iran.

pegahsarmadi@meybod.ac.ir | 0000-0002-2928-9210

Abstract

1. Introduction and Objective

The persistent problem of liquidity growth and inflation has become one of the most pressing challenges for monetary authorities in developing economies. In the Iranian financial system, the Central Bank has recently sought to address these issues through the introduction of Deposit Bonds (Orāq-e Vadi‘a). Unlike conventional interest-bearing securities, these bonds are designed to absorb excess liquidity while remaining compatible with Islamic jurisprudence, which prohibits usurious interest (ribā).

Deposit Bonds represent a new institutional mechanism that does not fit neatly within established legal and jurisprudential categories. Their innovative character has generated considerable debate among scholars of Islamic law and civil law, raising essential questions:

- What is the legal and jurisprudential nature of Deposit Bonds?
- Can they be reconciled with classical contracts such as wadi‘a (deposit), qarḥ (loan), or ijāra (lease)?
- How should the additional amount repaid at maturity – calculated to offset inflation – be interpreted in relation to the prohibition of ribā?

The objective of this study is to provide a systematic jurisprudential-legal analysis of Deposit Bonds, situating them within the broader framework of Islamic finance, and clarifying whether they should be recognized as a new category or adapted to pre-existing legal constructs.

2 .Methods and Materials

The research employs a descriptive–analytical methodology, drawing upon both classical jurisprudential texts and contemporary regulatory documents.

First, the operational framework of Deposit Bonds – as defined by the Central Bank of Iran and approved by the Shari‘ah Supervisory Board – is outlined. This includes the process of issuance, the blocking of deposited funds until maturity, and the mechanism of inflation adjustment.

Second, Deposit Bonds are compared with similar instruments, such as:

- Conventional government bonds, which provide fixed interest payments.
- Participation papers, whose returns are tied to investment performance.
- Conventional deposit accounts, including current, savings, and fixed-term deposits.

Third, the study incorporates jurisprudential sources:

- Classical works such as *Lisān al-‘Arab*, *al-Şihāḥ*, *al-Rawḍa al-Bahiyya*, and *Jawāhir al-Kalām*.
- Modern treatises and scholarly debates on banking contracts, including works by Mūsavi Khomeinī, Şadr, and contemporary Iranian jurists.

Finally, secondary sources such as scholarly articles, doctoral theses, and fatwas are used to evaluate differing interpretations regarding inflation compensation, the meaning of *wadi‘a i‘tibārī* (credit deposit), and the boundaries of *ribā*.

3. Research Findings

The study’s findings highlight several key points:

(a) Distinction from Classical Wadi‘a

Traditional *wadi‘a* requires the custodian to return the identical item deposited. Since Deposit Bonds involve the return of equivalent value adjusted for inflation – not the physical banknotes themselves – they cannot be equated with a strict *wadi‘a*. The funds are mixed with other deposits, making physical restitution impossible.

(b) Partial Similarity to Qarḥ (Loan)

Deposit Bonds resemble loans insofar as fungible money is transferred to the bank and later returned. However, unlike typical loans, the

Central Bank may not use the deposited funds for investment or lending; the money is blocked. Furthermore, repayment includes an inflation adjustment, not as profit, but as preservation of real value.

(c) Incompatibility with Ijāra (Lease)

Attempts to interpret Deposit Bonds as a lease of money are rejected. Leases involve non-fungible assets whose usufruct does not destroy the asset. Money, being consumable, does not satisfy this requirement.

(d) Classification as Wadi‘a I‘tibārī (Credit Deposit)

The most convincing characterization is that Deposit Bonds embody a wadi‘a i‘tibārī, in which the depositor entrusts not the physical currency but its monetary value. The bank guarantees to preserve and return this value, ensuring that purchasing power is restored at maturity.

(e) Treatment of Additional Payment

The inflation adjustment is not considered “interest” in the conventional sense. Instead, it restores the depositor’s original purchasing power. Supporters argue this is distinct from ribā because it prevents unjust loss rather than generating profit. Critics, however, caution that the resemblance to interest-bearing loans may foster ambiguity and suspicion.

(f) Comparative Insights

- Compared to current accounts, Deposit Bonds restrict usage of funds.
- Compared to savings accounts, they ensure guaranteed inflation compensation rather than random prize distribution.
- Compared to time deposits, they do not authorize bank investment in productive projects but instead block liquidity for monetary policy purposes.

4. Discussion and Conclusion

The jurisprudential-legal analysis shows that Deposit Bonds occupy a unique and somewhat ambiguous space between loan and deposit contracts. They cannot be fully reconciled with classical definitions but may be justified through an expanded interpretation of wadi‘a that includes economic value (māliyya) as the object of safekeeping.

From an economic policy perspective, Deposit Bonds provide the Central Bank with a Shari‘ah-compatible tool for absorbing excess liquidity and curbing inflation. By neutralizing the erosion of purchasing power, they respond to public concerns about fairness and financial justice. Yet, they simultaneously invite debate about the thin line separating lawful inflation compensation from prohibited usury.

Two critical implications emerge:

1. **Doctrinal Development:** Islamic jurisprudence must address whether inflation adjustment constitutes legitimate compensation or veiled ribā. Consensus is lacking, and divergent fatwas indicate the need for further theoretical clarification.
2. **Regulatory Safeguards:** Practical legitimacy requires transparent indices for measuring inflation, consistent supervisory mechanisms, and clear contractual language to prevent abuse or misinterpretation.

In conclusion, Deposit Bonds represent a cautious but significant innovation in Islamic financial law. They neither replicate conventional bonds nor entirely conform to classical contracts. Instead, they establish a new category that reconciles monetary policy needs with Shari'ah compliance through the notion of a wadi' a i' tibārī. Their ultimate success will depend on jurisprudential acceptance, regulatory precision, and empirical validation of their effectiveness in stabilizing inflation and liquidity.

5. Keywords

Deposit Papers; Trust; Loan; General Deposit; Deposit; Bank.

8. **JEL Classification:** E52, E58, G21, K12, K20, P34, Z12.

اوراق ودیعه در مرز قرض و اعتبار: «اعتباری نو در برابر زوال ارزش پول و شبهه ربا»

علیرضا علی نجیمی: دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، گروه حقوق، دانشکده الهیات و معارف اسلامی، دانشگاه میبد، یزد، ایران. alinajimi@meybod.ac.ir

نصراله جعفری: دانشیار، گروه حقوق، دانشکده الهیات و معارف اسلامی، دانشگاه میبد، یزد، ایران (نویسنده مسئول) nasrjafari@meybod.ac.ir

پگاه سرمدی: استادیار، گروه حقوق، دانشکده الهیات و معارف اسلامی، دانشگاه میبد، یزد، ایران. pegahsarmadi@meybod.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

کنترل رشد نقدینگی و تورم از مهم‌ترین دغدغه‌های بانک مرکزی است. در همین راستا، انتشار اوراق جدیدی با عنوان «اوراق ودیعه» مطرح شده که به عنوان نهادی نوظهور در نظام بانکی کشور، نیازمند بررسی و تحلیل فقهی و حقوقی است. پرسش‌های اصلی پژوهش این است که اوراق ودیعه بانک مرکزی دارای چه ماهیتی هستند و با کدام یک از عقود متداول سازگاری دارند؟ همچنین این اوراق بر چه مبنایی می‌توانند با عقد ودیعه در قانون مدنی تطبیق یابند؟

۲. مواد و روش‌ها

این پژوهش با روش توصیفی-تحلیلی انجام شده است. ابتدا نحوه انتشار اوراق ودیعه تبیین و سپس با اوراق مشابه مانند اوراق قرضه و اوراق مشارکت مقایسه گردید. در ادامه، مبنای فقهی و حقوقی این اوراق بررسی و چالش‌های پیش‌روی آن‌ها تحلیل شد.

۳. یافته‌های تحقیق

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که منظور قانون‌گذار از «ودیعه گذاردن پول» در اوراق ودیعه، نه ارزش اسمی و عین اسکناس‌ها، بلکه ارزش حقیقی و اعتباری پول است. بر این اساس، ودیعه نوعی و اعتباری مد نظر بوده است. همچنین در موضوع اضافه پرداخت، ملاک ارزش حقیقی و قدرت خرید پول در نظر گرفته می‌شود و نه منفعت یا سود ثابت.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

بررسی‌ها حاکی از آن است که اوراق ودیعه بیش از آن‌که ماهیتی مشابه قرض یا ودیعه سنتی داشته باشند، بر پایه ودیعه اعتباری طراحی شده‌اند. اضافه پرداخت در این اوراق به‌منزله سود واقعی نیست، بلکه جبران کاهش ارزش پول و حفظ قدرت خرید اولیه سپرده‌گذار تلقی می‌شود. از دیدگاه برخی مراجع تقلید، این جبران از شمول ربا خارج است، در حالی که برخی دیگر آن را واجد شبهه ربا می‌دانند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که اوراق ودیعه در مرز میان قرض و اعتبار قرار دارند و تحلیل دقیق فقهی-حقوقی آن‌ها برای رفع ابهام‌های شرعی و عملیاتی ضروری است.

واژگان کلیدی

اوراق ودیعه؛ امانت؛ قرض؛ ودیعه نوعی؛ سپرده؛ بانک.

مقدمه

از جمله اهداف اصلی سیاست‌های پولی به طور خاص و سیاست‌های کلان اقتصادی به طور عام، کنترل افزایش قیمت‌ها و ایجاد رشد اقتصادی است. در همین راستا، بانک مرکزی با تصویب شورای فقهی، تصمیم به انتشار اوراق ودیعه گرفته است (میثمی و رضایی، ۱۴۰۱، ص. ۷). در این حالت، بانک مرکزی مبلغ مشخصی را از ودیعه‌گذار به عنوان ودیعه دریافت می‌کند و متعهد است آن را تا سررسید مقرر نگه دارد و در موعد تعیین‌شده، با حفظ قدرت خرید پول به دارنده اوراق بازگرداند. با این حال، میزان و نحوه جبران کاهش ارزش وجوه ودیعه‌گذاری‌شده نباید بیش از نرخ تورم سالانه محاسبه‌شده توسط بانک مرکزی باشد.

این اوراق برای نخستین بار در نظام اقتصادی ایران منتشر می‌شود و از منظر فقهی و حقوقی نیازمند توجیه است. به نظر می‌رسد اوراق ودیعه از جنبه‌های مختلف با چالش روبه‌روست. نخست آن‌که ماهیت این اوراق با عقد ودیعه سنتی در قانون مدنی متفاوت است؛ زیرا در این نوع ودیعه‌گذاری، عین پول بازگردانده نمی‌شود. همچنین مستودع (بانک) متعهد می‌شود مبلغی بیش از مقدار اولیه ودیعه را به ودیعه‌گذار (مشتری) بازگرداند. بنابراین، در ظاهر، این نوع ودیعه‌گذاری با ماهیت آن در قانون مدنی متفاوت و از جهتی شبیه به عقد قرض است؛ زیرا «مثل» مال در زمان بازپرداخت به مالک بازگردانده می‌شود، نه «عین» آن.

از سوی دیگر، این اوراق با عقد قرض نیز سازگار نیست؛ چرا که بانک مرکزی حق استفاده از وجوه را ندارد و باید آن‌ها را صرفاً برای کنترل نقدینگی بلوکه کند. در عین حال، ودیعه‌گذار در پایان مدت، مستحق دریافت مابه‌ازای کاهش ارزش وجه و در واقع نوعی سود است. مشروعیت این سود نیز در عقد قرض، طبق فتوای اخیر آیت‌الله خامنه‌ای، تأیید شده است. بر این اساس، ماهیت این اوراق از ابعاد گوناگون قابل تحلیل است که در ادامه، پس از بیان اجمالی تعاریف مفاهیم مشابه، به مقایسه آن با نهادهای حقوقی مرتبط پرداخته خواهد شد.

۱. پیشینه تحقیق

رحمانی کشمیری (۱۳۸۵) در پایان‌نامه خود با عنوان «ودיעه با رویکرد ودیعه بانکی»، پس از بررسی فقهی انواع ودیعه و سپرده‌های بانکی در نظام بانکداری متعارف و ربوی و با اشاره به تفاوت میان سود و ربا، به تبیین الگوی بانکداری در ایران پرداخته است. در حالی که در مقاله حاضر، اوراق ودیعه بانک مرکزی به طور اختصاصی مورد بررسی قرار گرفته است.

علیشاهی قلعه‌جوقی و لطیفی (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی نظریه ودیعه‌گذاری مالیت در سپرده‌های بانکی»، تنها به نوع خاصی از سپرده‌های بانکی اشاره کرده‌اند که در آن پول به عنوان یک «عین خاص» نزد بانک به امانت گذاشته می‌شود و هیچ‌گونه تحلیلی درباره اوراق نوظهور ودیعه ارائه نکرده‌اند.

زاهدنمازی (۱۳۹۴) در پایان‌نامه خود با عنوان «ماهیت حقوقی حساب ودیعه در معاملات مشتقه مالی»، حساب ودیعه را نهادی برای وثیقه و تضمین شناور دانسته است. با توجه به این‌که در حقوق ایران، هر نوع تضمین و وثیقه‌ای ذیل عنوان عقد رهن بررسی می‌شود، وی این حساب را با قالب حقوقی عقد رهن تطبیق داده است. افزون بر این، در تحقیق یادشده کوشیده شده است شیوه تصرف اتاق در حساب ودیعه و نیز نمایندگی اتاق پایاپای، با توجه به نوع خاص این وکالت که در نتیجه پذیرش این نهاد ذیل عنوان رهن قابلیت بررسی دارد، تحلیل شود. تفاوت تحقیق حاضر با این پایان‌نامه در آن است که موضوع آن، بررسی فقهی و حقوقی اوراق ودیعه بانک مرکزی است، نه حساب ودیعه. حسین‌زاده، معبدی و حسین‌خانی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «ماهیت حقوقی حساب ودیعه در معاملات مشتقه مالی»، تنها به یکی از اقسام حساب‌های بانکی پرداخته‌اند و هیچ‌گونه تحلیلی درباره اوراق ودیعه، که از اوراق نوظهور به شمار می‌آید، ارائه نکرده‌اند.

میثمی و رضایی (۱۴۰۱) در مقاله‌ای با عنوان «عملیات بازار باز از طریق اوراق ودیعه بانک مرکزی: ماهیت، الگوی عملیاتی و مبانی فقهی»، هرچند کوشیده‌اند تحلیلی فقهی و حقوقی از این اوراق ارائه دهند، اما تحلیل آنان از ماهیت اوراق و همچنین نتایج به‌دست‌آمده به‌شدت محل انتقاد است. به نظر نویسندگان، اوراق ودیعه نوعی ودیعه

جدید و «ودیعه اعتبار» به شمار می‌آید. افزون بر این، وجه مازاد پرداختی نه سود تلقی می‌شود و نه هبه مشروط غیرالزام‌آور، بلکه جبران کاهش ارزش پول است و پرداخت آن از تعهدات و الزامات ناشر محسوب می‌شود.

۲. ودیعه و اوراق ودیعه

واژه «وَدْعَ» در زبان عربی در معانی گوناگونی به کار رفته است: «ترک کردن» (ابن منظور، ۱۴۰۸ق، ص. ۳۸۶) و در تاج‌العروس به معنای «سکون و استقرار» آمده است (مغنیه، ۱۴۰۷ق، ص. ۱۹۹). در تعریفی دیگر چنین بیان شده است: «اَسْتَوْدَعْتُهُ وَدِيعَةً»، به این معنا که از کسی بخواهی چیزی را نزد خود نگاه دارد (جوهری، ۱۴۱۰ق، ص. ۱۲۹۶).

از نظر شهید ثانی، ودیعه نوعی نیابت برای نگهداری است (شهید ثانی، ۱۴۱۰ق، ص. ۲۲۷). در جواهر نیز چنین تعریف شده است: «فی العقد، وهو لفظ يقتضى استنباه فی الحفظ» (نجفی، ۱۴۰۴ق، ص. ۱۰۱). به بیان دیگر، در ودیعه شخص مالی را در قالب امانت به دیگری می‌سپارد تا از آن نگهداری کند (موسوی خمینی، ۱۳۹۲، ص. ۵۹۶).

باید توجه داشت که نیابت در حفظ و نگهداری، مقصود اصلی از عقد ودیعه است. بنابراین، برخی بر این باورند که اعطای وکالت برای انجام معامله چیزی، با آن‌که مستلزم جانشین کردن وکیل در حفظ مال مورد وکالت است، از تعریف عقد ودیعه خارج است؛ زیرا در این‌جا جانشینی مقصود اصلی عقد نیست و سایر عقود امانی همچون وکالت نیز همین ویژگی را دارند (شهید ثانی، ۱۴۱۰ق، ص. ۲۲۹).

گفتنی است که در قانون مدنی، ماده ۶۰۷ ودیعه را چنین تعریف کرده است: «ودیعه عقدی است که به موجب آن یک نفر مال خود را به دیگری می‌سپارد تا آن را مجاناً نگاه دارد. ودیعه‌گذار را مودع و ودیعه‌گیر را مستودع یا امین می‌نامند.»

به‌طور کلی می‌توان گفت: ودیعه قراردادی است که طی آن یک طرف مالی را برای نگهداری به دیگری می‌سپارد و گیرنده مال، امین و نماینده تحویل‌دهنده محسوب می‌شود. افزون بر این، ماهیت ودیعه تملیکی نیست و مال در دست گیرنده، امانت به شمار می‌آید و او با مطالبه مودع مکلف است آن را بازگرداند (کاتوزیان، ۱۳۸۹، ص. ۶۶).

۲-۱. ماهیت اوراق ودیعه و آثار آن

اوراق ودیعه، اوراقی است که بانک مرکزی منتشر می‌کند. بر اساس آن، مبلغ مشخصی از ودیعه‌گذار به عنوان ودیعه دریافت می‌شود و بانک مرکزی متعهد است آن را تا سررسید مقرر نگه دارد و در موعد تعیین‌شده، با حفظ قدرت خرید پول، به دارنده سند بازگرداند. میزان و نحوه جبران کاهش ارزش وجوه ودیعه‌گذاری‌شده نباید به گونه‌ای باشد که بیش از نرخ تورم سالانه محاسبه‌شده توسط بانک مرکزی باشد؛ بنابراین، موضوع این اوراق بی‌تردید پول رایج کشور، یعنی ریال، است که از ودیعه‌گذاران دریافت می‌شود و در سررسید، با در نظر گرفتن نرخ تورم سالانه و کاهش قدرت خرید، به آنان بازگردانده می‌شود.

از یک‌سو، این اوراق به اوراق قرضه شباهت دارد؛ زیرا ناشر آن وجوهی را از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌کند و پس از مدتی با پرداخت مبلغ معینی، اصل سرمایه را بازمی‌گرداند. اما از سوی دیگر، با اوراق قرضه تفاوت دارد؛ چراکه در اینجا وجه اضافه مشخصی به عنوان سود پرداخت نمی‌شود و علاوه‌براین، ناشر (بانک مرکزی) حق استفاده یا سرمایه‌گذاری از این وجوه را ندارد، بلکه باید آن‌ها را بلوکه کند. بنابراین، ماهیت این اوراق همچنان مبهم است و در ادامه به تحلیل دیدگاه‌های مطرح در این خصوص پرداخته خواهد شد.

• دیدگاه اول: اوراق ودیعه همان ودیعه سستی

ممکن است گفته شود اوراق ودیعه در واقع نوعی از سپرده بانکی است (نه به اعتبار مالیت و ارزش آن)، و همان ودیعه فقهی به شمار می‌آید. بدین صورت که سپرده‌گذار وجوه خود را به بانک می‌سپارد و بانک را در نگهداری آن نایب خود قرار می‌دهد. بنابراین، این نوع سپرده‌گذاری نوعی استنابت در حفاظت است و به همین دلیل از آن با عنوان «ودیعه بانکی» یاد می‌شود (میثمی و رضایی، ۱۴۰۱، ص. ۱۴).

لیکن این فرضیه را به دلایل ذیل نمی‌توان پذیرفت:

- ۱) اگر ماهیت اوراق ودیعه همان ودیعه فقهی باشد، در فرض عدم تصرف بانک و بقای عین سپرده، بانک باید خود را ملزم به بازگرداندن عین سپرده به سپرده‌گذار

بدانند. در این صورت لازم بود ترتیبی اتخاذ کند که سپرده‌ها به‌طور مجزا در حساب مالکان نگهداری شود و وجوه افراد با یکدیگر مخلوط نشود. در حالی که رویه معمول در بانک‌ها چنین نیست؛ زیرا اولاً هنگام افتتاح حساب، اشخاص اسکناس‌های مشخص به بانک تحویل نمی‌دهند تا بانک با درج شماره و سریال آن‌ها، وجوه را جداگانه نگهداری کند و سپس در سررسید، همان اسکناس‌ها را به صاحب حساب بازگرداند. ثانیاً در اغلب موارد، افتتاح حساب سپرده برای صدور اوراق ودیعه از طریق استفاده از اعتبار موجود در حساب و پرداخت‌های الکترونیکی انجام می‌شود، نه با تحویل اسکناس فیزیکی. بنابراین، استرداد عین وجوه در سررسید اوراق ودیعه عملاً منتفی است.

ممکن است در پاسخ به این ایراد گفته شود که هرچند در اوراق ودیعه تصریح شده است وجوه بلوکه می‌شود و در سررسید عین آن بازگردانده خواهد شد، مقصود از بلوکه شدن، ارزش و اعتبار قانونی پول‌هاست نه اسکناس‌های معین سپرده‌گذار. این نظر بر پایه پذیرش ارزش اعتباری پول قابل توجیه است و در این صورت، انطباق اوراق ودیعه با ودیعه فقهی آسان‌تر می‌شود.

(۲) گروهی بر این باورند که اگر مقصود از این سپرده، ودیعه فقهی بود، ضمانت مطلق و بی‌قید و شرط بانک در بازپرداخت وجوه بی‌معنا بود. حتی شرط ضمان مطلق نیز از دیدگاه فقه شیعه، شرطی باطل و کأن لم یکن تلقی می‌شود. در حالی که بانک خود را به بازپرداخت اصل سپرده متعهد می‌داند و در هر شرایطی ضامن آن است (موسویان، ۱۳۸۲، ص ۵۱).

با توجه به مطالب فوق می‌توان نتیجه گرفت که ویژگی‌های ودیعه فقهی بر اوراق ودیعه بانک مرکزی قابل انطباق نیست و نمی‌توان برای آن ماهیت ودیعه فقهی قائل شد؛ مگر آن‌که بپذیریم مقصود شورای پول و اعتبار از تصویب اوراق ودیعه، پذیرش ماهیت اعتباری اسکناس است و منظور از بازپرداخت وجوه بلوکه‌شده، ارزش و اعتبار آن‌هاست، فارغ از امکان یا عدم امکان استرداد عین اسکناس‌ها.

• دیدگاه دوم: اوراق ودیعه به عنوان مال الاجاره

برخی بر این باورند که اوراق ودیعه در حقیقت نوعی اجاره پول به بانک است؛ بدین معنا که بانک از وجوه استفاده کند و پس از مدتی، علاوه بر بازگرداندن اصل پول، مبلغی را نیز به عنوان اجاره به مالک بپردازد (فراهانی فرد، ۱۳۹۵، ص. ۱۵۵).

در رد این فرضیه می‌توان به نکات زیر اشاره کرد:

(۱) اگر گفته شود سود پرداختی همان وجهی است که در مقابل اجاره عین پول به ودیعه‌گذار پرداخت می‌شود، در پاسخ باید گفت: در عقد اجاره لازم است مال‌الاجاره مضبوط و معین باشد، در حالی که خدمات حساب جاری چنین ویژگی‌ای ندارد؛ بنابراین نمی‌تواند مال‌الاجاره تلقی گردد.

(۲) اجاره شرایطی دارد که با ماهیت و اوصاف اوراق ودیعه سازگار نیست. از جمله اینکه در عقد اجاره شرط است عین مستأجره مالی باشد که با استیفای منافع از بین نرود. حال آن‌که اسکناس از جمله اموالی است که استفاده از آن ملازم با نابودی و به تعبیر دقیق‌تر، از دست رفتن آن است. در اوراق ودیعه نیز عین پول بلوکه نمی‌شود، بلکه ارزش اعتباری آن مسدود می‌گردد و اسکناس‌ها در عمل مصرف می‌شوند.

(۳) در عقد اجاره، پس از انقضای مدت اجاره، عین مستأجره به مالک بازگردانده می‌شود. اما در سپرده‌های بانکی و به‌ویژه در اوراق ودیعه، این امر امکان‌پذیر نیست؛ زیرا اولاً سپرده‌گذاران معمولاً وجه را به صورت الکترونیکی و بدون تحویل عین اسکناس پرداخت می‌کنند، و حتی اگر فرض شود افتتاح حساب با اسکناس فیزیکی انجام شود، بانک وجوه دریافتی را با هم مخلوط می‌کند و مشخصات اسکناس‌ها برای هر فرد به طور جداگانه ثبت نمی‌شود. علاوه بر این، وجوه دریافتی ممکن است به مشتریان دیگر پرداخت شده یا به خزانه بانک منتقل شود. در نتیجه، بازپرداخت عین همان وجوه دریافتی از هر سپرده‌گذار عملاً ناممکن است و بانک‌ها با رویه موجود قادر به چنین الزامی نیستند.

(۴) کسانی که ماهیت اوراق ودیعه را اجاره پول می‌دانند، تلاش کرده‌اند با این تفسیر، مشروعیت این سپرده‌گذاری و سود پرداختی در سررسید را توجیه کنند.

آنان استدلال می‌کنند که بهره پرداختی در قبال سپرده، همان مال الاجاره است و در عباراتی تصریح کرده‌اند: «بهره، اجاره پول است» (فراہانی‌فرد، ۱۳۹۵، ص ۹۵). اما در پاسخ باید گفت: تا زمانی که قرارداد اوراق ودیعه واجد همه شرایط اجاره نباشد، نمی‌توان عنوان اجاره را بر آن نهاد. افزون بر این، سود پرداختی در سررسید عنوان بهره ندارد، بلکه جبران کاهش ارزش پول سپرده‌گذاری شده و وسیله‌ای برای حفظ قدرت خرید آن است.

• دیدگاه سوم: اوراق ودیعه به عنوان قرض و مقایسه آن با اوراق قرضه

قرض در فرهنگ عمید به معنای وام دادن یا بدهی آمده است (عمید، ۱۳۹۵، ص. ۶۲۵). در زبان عربی، «القرض» به معنای «قطع کردن» به کار می‌رود. فقها نیز تعاریف گوناگونی برای قرض ارائه کرده‌اند. از جمله این‌که: «قرض یعنی مالی را با شرط ضمان به ملک کسی درآوردن، به نحوی که قرض گیرنده ملزم باشد عین مال یا مثل یا قیمت آن را به قرض دهنده بازگرداند» (موسوی خمینی، ۱۳۹۵، ص. ۳۸۵).

در ماده ۶۴۸ قانون مدنی، قرض چنین تعریف شده است: «عقدی است که به موجب آن احد طرفین مقدار معینی از مال خود را به طرف دیگر تملیک می‌کند، به شرط آن‌که طرف مزبور مثل آن را از حیث مقدار، جنس و وصف بازگرداند و در صورت تعذر رد مثل، قیمت یوم‌الرد را بپردازد». به بیان دیگر، قرض عقدی است که طی آن شخصی مقدار معینی از مال خود را به دیگری تملیک می‌کند تا پس از سررسید یا هنگام مطالبه، و در صورت عدم مطالبه، هر زمان که توانایی پرداخت حاصل شد، همانند آن را از نظر جنس، مقدار و اوصاف یا قیمت آن به قرض دهنده بازگرداند.

در خصوص شرط پرداخت اضافه در عقد قرض، تقریباً همه فقیهان شیعه معتقدند که هر نوع شرط پرداخت اضافه، چه به صورت عینی و چه حکمی، ربا محسوب شده و حرام است؛ خواه در متن عقد به آن تصریح شده باشد یا خیر (صدر، ۱۴۱۷ق، ص. ۵۷۵؛ علیشاهی قلعه جوقی و لطیفی، ۱۳۹۲، ص. ۲۹). البته برخی فقها پرداخت مبلغ اضافی از سوی قرض گیرنده به عنوان هدیه، در صورت نبود توافق قبلی، را جایز و بی‌اشکال دانسته‌اند.

در واقع، «در قرض شرط است فقط عوض قرض داده شده بازگردانده شود؛ بنابراین در صورت درج شرط منفعت یا زیادی در قرض، آن زیاده حرام است. در این حکم هیچ اختلافی میان فقها وجود ندارد و حتی علمای شیعه بر آن اجماع کرده‌اند. چه بسا گفته می‌شود مسلمانان نیز بر آن اجماع دارند؛ زیرا زیادی مشروط است» (نجفی، ۱۴۰۴ق، ص. ۵).

شایان ذکر است، همان‌گونه که پیش‌تر اشاره شد، اگر بدون شرط در عقد قرض، مقترض هنگام بازپرداخت مالی بیش از اصل قرض به مقرض بپردازد، این عمل حرام نیست. البته نمی‌توان به طور مطلق ادعا کرد که درج هر نوع شرطی در قرض مصداق ربا و حرام است؛ بلکه شرطی ربا محسوب می‌شود که دارای ماهیتی منفعت‌طلبانه باشد و موجب اضافه پرداخت برای قرض‌دهنده گردد.

موضوع عقد قرض «اموال» است؛ همان‌گونه که موضوع ضمان، به تبع قرض، از مثل یا قیمت تحقق می‌یابد، مال است. معیار در تعیین مالیت اشیاء، مفهوم و معنای عرفی آن‌هاست. به بیان دیگر، هرگاه عرف بتواند چیزی را مال بداند، آن شیء مالیت خواهد داشت و در زمره اموال قرار می‌گیرد؛ در غیر این صورت، نمی‌توان مفهوم مال را بر آن تسری داد. البته ممکن است در روابط قراردادی میان طرفین، چیزی ارزشمند تلقی شود و عنوان مال بر آن صدق کند.

در ارتباط با پول‌های تحریری و اسکناس، باید گفت این موارد مال محسوب می‌شوند، زیرا دارای ارزش مبادله‌ای هستند. به عبارت دیگر، با وجود آنکه پول امروزی اعتباری است، از نظر فقهی و حقوقی مال محسوب می‌شود؛ چرا که مال چیزی است که در برابر آن مالی دیگر پرداخت می‌گردد (شهیدی تبریزی، ۱۳۷۵ق، ص. ۱۴۹). هرچند این تعریف به دلیل «دور» مورد انتقاد برخی فقها قرار گرفته است (ایروانی، ۱۳۷۹ق، ص. ۱۶۵).

در واقع، «مال چیزی است که مورد رغبت و تقاضای عقلا باشد، به گونه‌ای که حاضر باشند در برابر آن عوضی بپردازند» (خویی، ۱۴۱۳ق، ص. ۳۲). از آن‌جا که میل و رغبت مردم در دستیابی به اشیاء ملاک مالیت دانسته شده است (جعفری، ۱۳۹۵، ص. ۵۱۲)، و پول نیز چیزی است که مورد تقاضا و رغبت عقلا قرار دارد، بنابراین در تعریف مال

می‌گنجد. البته باید توجه داشت که پول‌های امروزی فاقد ارزش ذاتی‌اند و ارزش آن‌ها اعتباری و مبادله‌ای است. از همین رو، این نوع پول مال اعتباری به شمار می‌آید و چون در عمل برای رفع نیازهای مردم به کار می‌رود، مال محسوب می‌شود (طباطبایی و سرمدی، ۱۳۹۴، صص. ۵۲-۵۳).

با توجه به این تحلیل، در مقام مقایسه نهاد قرض با ماهیت اوراق ودیعه، می‌توان به چند تفاوت اساسی اشاره کرد:

- (۱) قرض یک عقد تملیکی است که در آن مالک، مال خود را در برابر عوضی که بعداً دریافت خواهد کرد، به مقتضای تملیک می‌کند. در حالی که در اوراق ودیعه، مال صرفاً برای حفظ و نگهداری به ودیعه‌پذیر سپرده می‌شود، همچنان در مالکیت مالک باقی می‌ماند و هیچ تملیکی صورت نمی‌گیرد.
- (۲) تفاوت دوم در هدف است. هدف از قرض، بهره‌مند ساختن قرض‌گیرنده از عین مال، احسان به او و رفع نیاز وی است؛ اما در اوراق ودیعه، هدف اصلی حفظ و نگهداری مال به منظور کنترل نقدینگی و کاهش نرخ تورم است.
- (۳) تفاوت سوم به بحث «اذن تصرف» بازمی‌گردد. در عقد قرض، اذن تصرف برای قرض‌گیرنده به تبع مالکیت وی بر مال به‌دست‌آمده فراهم است. اما در اوراق ودیعه چنین اذنی در ذات عقد وجود ندارد و اگر هم در مواردی اذن داده شود، امری استثنایی و زاید بر طبیعت عقد به شمار می‌آید.
- (۴) از دیگر تفاوت‌های اوراق قرضه و اوراق ودیعه این است که در اوراق قرضه (به معنای متداول آن)، مبلغی ثابت به‌عنوان سود، فارغ از میزان تورم و کاهش ارزش پول، در قرارداد پیش‌بینی می‌شود؛ به‌گونه‌ای که ناشر متعهد است به‌صورت سالانه یا ماهانه درصد مشخصی سود به مالک بپردازد. در مقابل، در اوراق ودیعه مبلغ اضافه‌ای که ناشر فراتر از اصل پول تعهد می‌کند، به‌عنوان «جبران کاهش ارزش پول» و متناسب با نرخ تورم سالیانه است. در نتیجه، ناشر سود ثابت پرداخت نمی‌کند، بلکه صرفاً موظف است به اندازه کاهش قدرت خرید ناشی از تورم، وجه را جبران کند. این پرداخت اساساً «زیاده» تلقی نمی‌شود و عنوان سود ثابت بر آن صدق نمی‌کند.

۲-۲. نظریه مختار: اوراق ودیعه به عنوان ودیعه نوعی و ودیعه اعتبار

همان‌گونه که پیش‌تر بیان شد، اوراق ودیعه اوراقی است که بانک مرکزی به‌عنوان ناشر منتشر می‌کند. بر اساس آن، مبلغ مشخصی از ودیعه‌گذار به‌عنوان ودیعه دریافت می‌شود و بانک مرکزی متعهد است آن را تا سررسید مقرر نگه دارد و در موعد تعیین‌شده، با حفظ قدرت خرید پول، به دارنده اوراق بازگرداند. میزان و نحوه جبران کاهش ارزش وجوه ودیعه‌گذاری‌شده نباید بیش از نرخ تورم سالانه محاسبه‌شده توسط بانک مرکزی باشد.

در این زمینه نیز، همان‌گونه که اشاره شد، ماهیت این اوراق با هیچ‌یک از نهادهای حقوقی مرتبط، از جمله ودیعه سنتی، قرض یا اجاره، به‌طور کامل سازگار نیست. برای نمونه، ماهیت این اوراق با عقد ودیعه سنتی مذکور در قانون مدنی متفاوت است؛ زیرا در این نوع ودیعه‌گذاری، عین پول به ودیعه‌گذار بازگردانده نمی‌شود. همچنین مستودع (بانک) متعهد است مبلغی بیش از مقدار اولیه را به ودیعه‌گذار (مشتري) برگرداند. بنابراین، این نوع ودیعه‌گذاری در ظاهر با ودیعه سنتی متفاوت و از جهتی شبیه عقد قرض است؛ چرا که «مثل» مال در زمان بازپرداخت بازگردانده می‌شود، نه «عین» آن. با این حال، اوراق ودیعه با عقد قرض نیز همخوانی ندارد؛ زیرا بانک مرکزی حق استفاده از وجوه را ندارد و باید آن‌ها را صرفاً برای کنترل نقدینگی بلوکه کند. افزون بر این، ودیعه‌گذار در پایان مدت، مستحق دریافت مابه‌ازای کاهش ارزش وجه است. مشروعیت این پرداخت نیز در قالب عقد قرض، بر اساس فتوای اخیر آیت‌الله خامنه‌ای، مجاز اعلام شده است.

فرضیه‌ای دیگر - که دیدگاه مختار نگارندگان نیز هست - آن است که این نوع سپرده، با مالیت و ارزشی که دارد، همان ودیعه فقهی محسوب شود؛ اما نه به‌اعتبار شخص و عین آن، بلکه از سنخ ودیعه نوعی. در فقه‌البنوک چنین آمده است: «آنچه موضوع ایداع (سپرده‌گذاری) قرار می‌گیرد خود مالیت (ارزش مالی) است که محفوظ مانده و با تصرف

تغییر نمی‌کند؛ آنچه تغییر می‌کند تنها اوراق است. به تعبیر دیگر، رنگ و شکل ظاهری خاص مال دچار دگرگونی می‌شود^۱ (اسکندری، ۱۳۸۰، ص. ۱۳۵).

بدین معنا که آنچه به ودیعه نهاده می‌شود، مالیت و ارزش شیء است که حتی با تصرف تغییر نمی‌کند و همچنان باقی است. آنچه با تصرف دگرگون می‌شود اسکناس‌هاست که صرفاً رنگ و نمود خاصی از مالیت شیء به شمار می‌رود.

بر این اساس می‌توان گفت مقصود از ودیعه و امانت نوعی آن است که سپرده مذکور از جمله موارد «کلی فی المعین» است؛ چرا که پرداخت مالیت و ارزش آن در ذمه و تعهد بانک محفوظ می‌ماند.

چنان‌که در تعریف اوراق ودیعه نیز اشاره شد، پول‌ها توسط بانک بلوکه می‌شود و نحوه واریز وجوه به حساب برای افتتاح آن، در قالب پرداخت الکترونیکی و ورود ارزش و اعتبار مالی است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که مالیت و ارزش اعتباری سپرده‌گذار در اختیار بانک قرار می‌گیرد و از آن باید به «ودیعه نوعی و اعتباری» تعبیر کرد.

۳. مقایسه ماهیت حقوقی اوراق ودیعه در بورس با اوراق ودیعه بانک مرکزی

۳-۱. ودیعه در بورس

حساب ودیعه بر اساس آیین‌نامه‌های مختلف با عناوین گوناگون تعریف شده است. در «آیین‌نامه اتاق پایاپای» با عنوان «سپرده»، در «دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار» با عنوان «تضمین» و در متن «دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام» با عنوان «وجه تضمین» معرفی شده است (حسین‌زاده، معبدی و حسین‌خانی، ۱۳۹۵، ص. ۳۵).

با توجه به اینکه سازمان بورس و نهادهای زیرمجموعه آن از نظام‌های غربی اقتباس شده‌اند، استفاده از واژه «حساب ودیعه» به عنوان ترجمه عبارت Margin Account رایج است. طبق بند ۵۷ ماده ۱ «دستورالعمل معاملات آتی سهام»، وجه تضمین چنین تعریف

۱. «فالمالیة هی المتعلّقة للإيداع و هی محفوظة لا تتغیّر مع التصرف، و إنّما الذی یتغیّر هو الأوراق، و بتعبیر آخر: اللون و المظهر الخاص للمال».

می‌شود: «وجهی است که از طرفین قرارداد آتی برای جلوگیری از امتناع از انجام قرارداد، در قالب شرط ضمن عقد دریافت می‌شود».

همچنین بر اساس آیین‌نامه اتاق پایاپای، وجه تضمین می‌تواند به صورت وجه نقد، ضمانت‌نامه بانکی یا اوراق بهادار پرداخت شود. در حقیقت، ودیعه مبلغی احتیاطی است که توسط اتاق پایاپای به‌عنوان وثیقه دین کارگزاران و به‌منظور الزام آنان به ایفاء تعهدات قانونی دریافت می‌شود (حسینی، ذوقی و شهیدی، ۱۳۹۸، ص. ۲۹۹).

شایان ذکر است که مقدار وجه تضمین اولیه متغیر است؛ به‌گونه‌ای که در بورس ایران تا حدود ۳۰ درصد از ارزش معاملاتی (با لحاظ کارمزدها و مالیات) را در بر می‌گیرد. افزون بر این، کارگزار اختیار دارد، بیش از میزان ودیعه تعیین‌شده توسط سازمان بورس یا اتاق پایاپای، وجهی را تا سقف مقرر و به‌عنوان تضمین اضافی از مشتری دریافت کند.

در نتیجه، بر اساس تعاریف ارائه‌شده در «دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام»، ودیعه‌ای که نزد اتاق پایاپای سپرده می‌شود سه قسم است:

- ۱) ودیعه اولیه: طبق بند ۵۹ ماده ۱، «وجه تضمینی است که برای تضمین ایفاء تعهدات، متناسب با موقعیت‌های تعهدی باز، دریافت می‌شود».
- ۲) ودیعه متغیر یا جبرانی: به موجب بند ۶۰ ماده ۱، «وجه تضمین متغیر یا جبرانی، وجه تضمینی است که پس از دریافت اختاریه افزایش وجه تضمین، باید نزد اتاق تودیع شود».
- ۳) حداقل میزان ودیعه: مطابق بند ۲۳ ماده ۱، «نسبتی از وجه تضمین است که کاهش موجودی حساب عملیاتی کارگزار به کمتر از آن، موجب صدور اختاریه افزایش وجه تضمین می‌شود».

۳-۲. مقایسه ودیعه در بورس با اوراق ودیعه بانک مرکزی

در این بخش، ضمن تلاش برای تبیین علت نام‌گذاری «حساب ودیعه»، وجوه تشابه میان این نوع حساب و اوراق ودیعه بانک مرکزی بررسی می‌شود. پرسش اصلی این است که چرا از عنوان «حساب ودیعه» استفاده شده است؟ آیا ماهیت این حساب با نام انتخاب‌شده

برای آن همخوانی دارد، یا این نام صرفاً به صورت تسامحی و به دلیل پذیرش معادل لاتین آن، یعنی Margin Account، به کار رفته است؟

- مطابق مواد آیین نامه، پرداخت وجوه نزد اتاق پایپای در دو مرحله انجام می شود:
- مرحله نخست: هنگام ثبت سفارش، طرف قرارداد وجوه را به کارگزار پرداخت می کند.
 - مرحله دوم: کارگزار وجوه دریافتی را در حساب تحت تصرف اتاق، به عنوان تضمین نزد بانک عامل واریز می نماید.

بر اساس ماده ۱۲ آیین نامه: «کارگزار موظف است هنگام دریافت سفارش مشتری، وجه تضمین اولیه را در حساب مشتری منظور کند...»

ماده ۲۹ نیز مقرر می دارد: «کارگزار برای انجام معاملات آتی، حساب ویژه ای تحت عنوان حساب عملیاتی کارگزار نزد بانک عامل افتتاح می کند. کارگزار در زمان افتتاح این حساب، اجازه برداشت، انسداد و سایر امور لازم را به اتاق پایپای می دهد.»

همچنین طبق ماده ۳۳: «کارگزار باید به منظور پوشش تعهدات خود در قبال اتاق، وثیقه ای را تودیع کند؛ پس از بازگشایی نماد معاملاتی، به دلیل احتمال ریسک نوسان قیمت، اتاق می تواند از کارگزار درخواست افزایش وثیقه نماید. کارگزار نیز موظف است نسبت به افزایش وثیقه اخذ شده از مشتری تا سقف تعیین شده در مشخصات قرارداد اقدام کند و وثیقه مورد نیاز را طی مهلت مقرر نزد اتاق تودیع نماید.»

بر اساس مواد مذکور، به نظر می رسد حساب متعلق به مشتری نزد کارگزار با حساب کارگزار نزد بورس از یکدیگر متمایز است. به این معنا که واریز وجوه ابتدا توسط مشتری در حسابی جدا از حساب تحت اختیار کارگزار انجام می شود.

از سوی دیگر، ذیل بند ۲۴ ماده ۱ «دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام»، در تعریف حساب عملیاتی کارگزار چنین آمده است: «حساب بانکی کارگزار که بر اساس مشخصات اعلامی شرکت سپرده گذاری، به منظور پایپای و تسویه وجوه معاملات قرارداد آتی افتتاح می شود». همچنین ماده ۱۲ همین دستورالعمل مقرر می دارد: «کارگزار موظف

است هنگام دریافت سفارش مشتری، وجه تضمین اولیه را در حساب مشتری منظور کند».

در دو ماده اخیر و نیز در سه ماده پیشین، کارکرد «حساب مشتری» و «حساب عملیاتی کارگزار» از یکدیگر متمایز است. حساب مشتری، همان حسابی است که همزمان با ثبت سفارش، وجه تضمین به آن واریز می‌شود؛ در حالی که حساب عملیاتی صرفاً برای پایاپای و تسویه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

با تفکیک این دو حساب، مشتریان موظف‌اند پیش از ثبت سفارش، حسابی نزد بورس برای واریز سپرده قرارداد آتی افتتاح کنند. از این رو، شرکت‌های کارگزاری مکلف‌اند هنگام اخذ سفارش از مشتری، شماره حساب وی را دریافت کنند. پس از آن، کنترل حساب در اختیار کارگزار قرار دارد و مشتری امکان دسترسی مستقیم به آن را نخواهد داشت. بنابراین بررسی موجودی حساب و اطمینان از انطباق آن با میزان وجه تضمین اولیه، از تکالیف کارگزار است.

امروزه، به دلیل گسترش معاملات برخط^۲، تمایل سرمایه‌گذاران به استفاده از این روش افزایش یافته است. در این شیوه، با اعلام مشخصات حساب، همزمان با ثبت سفارش، وجوه مربوط به معامله توسط شرکت کارگزاری مسدود می‌شود. شایان ذکر است کارگزار موظف است پیش از دریافت سفارش از مشتری، از واریز وجوه توسط وی اطمینان حاصل کند؛ به همین دلیل مشتری باید اطلاعات مربوط به حساب بانکی مرتبط با معاملات را در اختیار کارگزار قرار دهد (ماده ۹۰، بند ۳ الف، «دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار»).

پس از انعقاد قرارداد میان کارگزار و مشتری در قالب «قرارداد مشتری - کارگزار» و دریافت سفارش، کارگزار در حکم نماینده مشتری عمل می‌کند. از زمان دریافت سفارش تا ثبت آن و انعقاد قرارداد مشتقه و پرداخت وجه در حساب مربوط، وجوه نزد کارگزار نگهداری می‌شود. در این مرحله، وجوه موجود نزد کارگزار و در حساب مشتری عنوان «امانت» یا «سپرده» دارد (ماده ۱۲ «دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس

اوراق بهادار». کارگزار موظف است این وجوه را صرفاً در راستای توافق با معامله‌گر، یعنی ثبت سفارش و انعقاد قرارداد مشتقه، مصرف کند.

در این مدت، کارگزار حق تصرف مستقل در وجوه سپرده‌شده را ندارد و هرگاه مشتری پیش از انعقاد معامله از انجام آن منصرف شود، کارگزار باید وجوه را به او بازگرداند (ماده ۱۳ «دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار»). با این حال، از آنجا که وجوه مذکور نزد بانک سپرده می‌شود و بانک اصولاً در آن دخل و تصرف می‌کند، در صورت انصراف مشتری، عین وجوه به او بازگردانده نمی‌شود، بلکه «مثل» وجوه سپرده‌شده به وی پرداخت خواهد شد. در این جهت، وضعیت یادشده شباهت زیادی با اوراق ودیعه دارد.

بنابراین، تا پیش از انعقاد قرارداد توسط کارگزار، وجوه موجود نزد وی به این دلیل که اختیار تصرف در آن را ندارد، می‌تواند نوعی «ودیعه خلاف قاعده» تلقی شود (تبصره ماده ۱۳ دستورالعمل). مشابه اوراق ودیعه، کارگزار نیز موظف است در صورت انصراف مشتری، وجوه را بازگرداند. هدف اصلی از این سازوکار، صرفاً تأمین وجوه نزد کارگزار تا هنگام استفاده آن در راستای توافق طرفین، یعنی انعقاد قرارداد، است.

از سوی دیگر، در مقایسه این دو نهاد با عقد ودیعه تعریف‌شده در قانون مدنی، تنها تفاوت در موضوع «استرداد عین مال سپرده‌شده» است. این تفاوت را می‌توان چنین توجیه کرد که کارگزار، به عنوان امین، متعهد به انجام اموری است که برای نگهداری مال ودیعه ضرورت دارد یا مالک برای حفاظت از آن تعیین می‌کند؛ و در اینجا، نگهداری مال نزد بانک همان اقدام حفاظتی محسوب می‌شود. بنابراین، با در نظر گرفتن این نکته و محدود بودن تفاوت به یکی از ارکان عقد، اطلاق عنوان «ودیعه خلاف قاعده» چندان دور از ذهن نخواهد بود.

مبحث دیگری که در این زمینه باقی می‌ماند، سود حاصل از اوراق ودیعه است؛ سودی که با وجود شرایطی به ودیعه‌گذار پرداخت می‌شود. در مقابل، در حساب ودیعه مبالغی که پرداخت می‌گردد، علاوه بر درصدی از قیمت دارایی پایه، شامل کارمزدی است که به کارگزار تعلق می‌گیرد.

با این اوصاف، پرسش این است که آیا با توجه به وجود کارمزد برای کارگزار در حساب ودیعه و تعلق سود به مُودِع در اوراق ودیعه - و در نظر گرفتن این نکته که اوراق ودیعه رایگان هستند - می‌توان به تفاوت ماهوی میان این دو نهاد قائل شد؟

اگر بپذیریم وجهی که در قالب کارمزد به کارگزار پرداخت می‌شود، مرتبط با نگهداری از وجوه نیست، پاسخ به پرسش پیش‌گفته منفی خواهد بود. زیرا کارگزار، به‌عنوان نماینده مشتری، صرفاً رابط میان او و اتاق پایاپای است. به استناد ماده ۱۲ آیین‌نامه معاملات بورس، کارمزد کارگزار بابت عملیات خرید و فروش دریافت می‌شود و به ازای هر معامله درصد معینی دارد. بنابراین، وجهی که علاوه‌بر وجه تضمین از مشتری گرفته می‌شود، اگر مربوط به سایر اعمال نمایندگی کارگزار باشد، خدشه‌ای به شرط بلاعوض بودن ودیعه وارد نمی‌کند. از این‌رو، وجوه نزد کارگزار تا زمانی که توسط بانک عامل به حساب اتاق واریز نشده، ماهیت ودیعه دارد.

پس از مرحله سفارش خرید کالا و پرداخت وجوه، زمانی که سفارش در حراج حضوری اعلام و مطابق ماده ۲۱ آیین‌نامه یادشده در «سیستم معاملات بورس» ثبت می‌شود، اتاق پایاپای به‌عنوان نماینده طرف مقابل با سرمایه‌گذار قرارداد منعقد می‌کند و ضمن تعهد در برابر خریدار و فروشنده، به‌طور متقابل نقش فروشنده و خریدار را بر عهده می‌گیرد. در این مرحله، کارگزار موظف است وجوه دریافتی از مشتری را به‌عنوان سپرده در حسابی به نام اتاق واریز کند.

چنان‌که در ماده ۲۹ دستورالعمل ذکر شده، کارگزار هنگام افتتاح حساب ودیعه نزد بانک عامل، اختیار برداشت، انسداد و سایر امور لازم برای به‌روزرسانی و تسویه روزانه حساب را به اتاق اعطا می‌کند. از این مقطع به بعد، ماهیت حساب ودیعه تغییر یافته و تفاوت آن با اوراق ودیعه آشکار می‌شود؛ زیرا موجودی حساب ودیعه در قالب «تضمین» در اختیار اتاق قرار می‌گیرد. در حالی‌که مقصود از افتتاح حساب ودیعه کاهش ریسک نکول و تضمین اجرای تعهدات طرفین قرارداد است، هدف از صدور اوراق ودیعه اعطای نیابت در نگهداری پول و حفظ ارزش آن است.

افزون بر این، مشتری حق ندارد وجه تضمین را مسدود کند یا آن را از اتاق پایاپای بازپس گیرد، بلکه ملتزم است تا هنگام تسویه صبر کند یا با واگذاری موقعیت خود به

دیگری از بازار خارج شود. به عبارت دیگر، وجه تضمین نزد اتاق پایاپای عندالمطالبه قابل استرداد نیست. این در حالی است که اوراق ودیعه، عقدی جایز است و با تقاضای هر یک از طرفین، مال مورد ودیعه به طور کامل مسترد می شود.

بر این اساس، ماهیت حساب ودیعه به گونه ای است که با عقد ودیعه قابل تطبیق نیست؛ زیرا تمایز آن با اوراق ودیعه به جوهر و اصل عقد بازمی گردد. بنابراین، نمی توان با افزودن وصف «خلاف قاعده»، این حساب را به زور ذیل عنوان ودیعه جای داد.

در نتیجه، به نظر می رسد استفاده از عنوان «حساب ودیعه» برای این نهاد بورسی بیشتر جنبه تسامحی داشته و در واقع ترجمه تحت اللفظی واژه *Margin Account* است. افزون بر این، در آیین نامه های بورس نیز از واژه «ودیعه» استفاده نشده و به جای آن، اصطلاح «وجه تضمین» و به جای «حساب ودیعه»، عبارت «حساب در اختیار» به کار رفته است.

۴. مقایسه ماهیت حقوقی اوراق ودیعه با سایر نهادهای مشابه در بانکداری متعارف

از جمله انواع سپرده های بانکی می توان به سپرده جاری، سپرده پس انداز و سپرده مدت دار اشاره کرد. در این گفتار، هر یک از این سپرده ها با اوراق ودیعه تطبیق داده شده و وجوه اشتراک و افتراق آن ها با اوراق ودیعه مورد تحلیل و بررسی قرار خواهد گرفت.

۴-۱. سپرده جاری و اوراق ودیعه

برخی بر این باورند که سپرده های بانکی - از جمله سپرده جاری - استثنایی بر عقد ودیعه محسوب می شوند؛ بدین معنا که سپرده پذیر (بانک)، در حالی که متعهد به نگهداری و حفاظت از سپرده است، می تواند آن را به تملک خود درآورد و در زمان بازگرداندن، ملتزم به رد «مثل» آن باشد. این در حالی است که در ودیعه اصلی، سپرده پذیر حق تملک ندارد و ملزم است عین مال مورد ودیعه را بازگرداند (عبدالرضایی، ۱۳۹۳، ص. ۵۶).

در پاسخ به این فرضیه باید گفت: در فقه اسلامی هیچ تعریفی از چنین ودیعه ای وجود ندارد. چگونه می توان پذیرفت که سپرده پذیر در حالی که متعهد به حفظ و نگهداری مال مورد ودیعه است، هم زمان حق تملک و تصرف مالکانه در آن را نیز داشته باشد؟

در فرضی که شخص متعهد به حراست از پول اجازه تملک و تصرف در آن را داشته باشد، با تحقق تصرف - که یکی از انواع تصرف مالکانه است - ودیعه از میان می‌رود و دیگر موضوعی برای حفظ و نگهداری باقی نمی‌ماند. در واقع، موضوع تعهد که همان نگهداری مال است، زایل خواهد شد. آنچه باقی می‌ماند، صرفاً اشتغال ذمه بانک به مال سپرده‌شده است و این وضعیت با فرض قرض بودن سپرده سازگار است، نه با ودیعه بودن آن.

در تشریح اوراق ودیعه چنین بیان شده است که بانک پول‌ها را بلوکه می‌کند و حق استفاده از آن‌ها را ندارد. حال آن‌که در سپرده‌های دیداری، مشتری نه تنها اجازه تصرف در عین پول‌ها را دارد، بلکه از مالیت و ارزش آن‌ها نیز بهره‌مند می‌شود. بنابراین، ویژگی‌های سپرده جاری با ماهیت و کارکرد اوراق ودیعه در تضاد است و بیشتر به عقد قرض شباهت دارد؛ چراکه طبق ماده ۳ «قانون عملیات بانکی بدون ربا»، یکی از منابع بانک، وجوه دریافتی از مشتریان در قالب قرض‌الحسنه جاری است. در نتیجه، وجوه به مالکیت بانک درمی‌آید و بانک موظف است در زمان مطالبه مشتری، مثل آن را بازگرداند.

۴-۲. سپرده پس‌انداز و اوراق ودیعه

حساب‌های پس‌انداز از سپرده‌های رایج در نظام بانکی هستند و ویژگی آن‌ها این است که اشخاص وجوه مازاد بر هزینه‌های خود را برای مدتی نامشخص به این حساب‌ها واریز می‌کنند تا در مواقع نیاز برداشت و استفاده نمایند. ماهیت چنین سپرده‌ای «قرض» است و در بانک‌های سنتی معمولاً به آن‌ها بهره تعلق می‌گیرد.

در بانکداری بدون ربا، پرداخت بهره ممنوع است؛ اما به‌منظور تشویق سپرده‌گذاران به سپردن وجوه، جوایزی در نظر گرفته می‌شود. این جوایز که بدون تعهد قبلی و توافق مشخص پرداخت می‌شوند، به‌صورت غیرثابت (نقدی یا جنسی) بوده و از طریق قرعه‌کشی میان صاحبان حساب توزیع می‌گردند (موسویان، ۱۳۸۱، ص. ۶۱).

طبق این تعریف، در مقایسه اوراق ودیعه با سپرده‌های پس‌انداز باید به چند نکته اشاره کرد:

- (۱) **پرداخت سود:** در اوراق ودیعه، سودی متناسب با نرخ تورم سالانه به سپرده‌گذار تعلق می‌گیرد؛ در حالی که در حساب‌های پس‌انداز هیچ پرداختی تحت این عنوان وجود ندارد.
- (۲) **مدت سپرده‌گذاری:** در حساب‌های پس‌انداز، مدت سپرده‌گذاری نامحدود است و سپرده‌گذار هر زمان بخواهد می‌تواند برداشت انجام دهد. اما در اوراق ودیعه، سپرده‌گذاری دارای سررسید حداکثر دوساله است.
- (۳) **ماهیت حقوقی:** بر اساس تعریف قانونی، حساب پس‌انداز ماهیت قرض دارد؛ چرا که وجوه دریافتی در این قالب از جمله منابع بانک محسوب شده و در درجه نخست به مالکیت بانک منتقل می‌شود. اما در اوراق ودیعه، وجوه دریافتی توسط بانک بلوکه می‌شود، بانک حق استفاده از آن‌ها را ندارد و به مالکیت بانک نیز وارد نمی‌گردد.
- (۴) **نحوه مصرف وجوه:** در حساب‌های پس‌انداز، وجوه توسط بانک به گردش درمی‌آید و صرف فعالیت‌های عمرانی یا اقتصادی می‌شود؛ در حالی که در اوراق ودیعه، وجوه بلوکه شده و در سررسید مقرر به مالک بازگردانده می‌شود.
- (۵) **هدف غایی:** هدف نهایی حساب پس‌انداز، تأمین منابع مالی برای بانک و کسب درآمد است؛ اما هدف از انتشار اوراق ودیعه، جلوگیری از افزایش تورم و کنترل نقدینگی در جامعه است.

۳-۴. سپرده مدت دار و اوراق ودیعه

بر اساس مواد ۳ تا ۶ «قانون عملیات بانکی بدون ربا»، بانک‌ها وجوه ناشی از سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار را از مشتریان دریافت کرده و به‌عنوان وکیل آنان، در فعالیت‌هایی نظیر مشارکت، مضاربه، اجاره به شرط تملیک، مزارعه، مساقات، سرمایه‌گذاری مستقیم، معاملات سلف، جعاله و تنزیل (خرید دین) به‌کار می‌گیرند.

برخی بر این باورند که مطابق قانون، بانک‌ها در تعهد نسبت به بیمه اصل سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار مختار هستند. از سوی دیگر، سود حاصل از این فعالیت‌ها بر اساس توافق موجود و متناسب با زمان و مبلغ سپرده، با لحاظ سهم منابع بانک و پس از

کسر هزینه‌ها و حق‌الوکاله، میان صاحبان سپرده تقسیم می‌شود (موسویان، ۱۳۸۱، ص. ۶۲).

همان‌طور که روند عملیات نشان می‌دهد، سود بانک و سپرده‌گذاران وابستگی کامل به درآمد ناشی از معاملات یادشده دارد. البته سود برخی قراردادهای - مانند مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات - تنها در پایان دوره مالی معین می‌شود و از پیش قابل تعیین نیست. بر همین اساس، کل سهم بانک از سود نیز از ابتدا مشخص نیست و به سود بنگاه‌های اقتصادی و در واقع به وضعیت کلی اقتصاد بستگی دارد.

با توجه به این توضیحات، وجه تمایز سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار با اوراق ودیعه به روشنی قابل تشخیص است:

- ۱) **تصرف بانک در وجوه:** در سپرده‌های مدت‌دار، بانک در وجوه تصرف کرده و آن‌ها را به گردش درمی‌آورد. اما در اوراق ودیعه، بانک حق تصرف ندارد؛ وجوه بلوکه می‌شود و در سررسید مقرر به مالک بازگردانده خواهد شد.
- ۲) **مبنای سود:** سود اوراق ودیعه بر اساس نرخ تورم سالانه تعیین می‌شود؛ در حالی که میزان سود در سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت به وضعیت اشتغال، درآمد و نتایج فعالیت‌های اقتصادی بانک وابسته است.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

به نظر می‌رسد اوراق ودیعه موردنظر بانک مرکزی بر پایه قرارداد «ودیعه» یا «امانت» طراحی شده است؛ قراردادی که در فقه و حقوق شناخته و در قوانین نیز به رسمیت شناخته می‌شود. بررسی این اوراق در مقایسه با نهادهای مشابه همچون قرض، اجاره و ودیعه نوعی نشان می‌دهد که ماهیت آن را باید «ودیعه اعتباری» دانست؛ بدین معنا که ارزش حقیقی و قدرت خرید پول موضوع اصلی است، نه ارزش اسمی یا عین اسکناس‌ها. اگر این سپرده همان ودیعه فقهی بود، در فرض عدم تصرف و بقای عین سپرده، بانک موظف می‌بود عین همان سپرده را به سپرده‌گذار بازگرداند و ترتیبات لازم برای بازگشت عین را فراهم کند؛ در حالی که رویه بانکی چنین نیست. هرچند در اوراق ودیعه

اعلام می‌شود که پول‌ها بلوکه می‌شوند، اما در واقع آنچه بلوکه می‌شود «ارزش و اعتبار» پول‌ها است.

تفاوت اصلی قرض با اوراق ودیعه نیز در همین نکته نهفته است. قرض عقدی تملیکی است که در آن مالک، مال خود را در برابر بدل و عوضی که بعداً دریافت خواهد کرد، به مقتضای تملیک می‌کند. اما در اوراق ودیعه، مال صرفاً برای حفظ و نگهداری به ودیعه‌پذیر سپرده می‌شود و همچنان در ملکیت مالک باقی می‌ماند و هیچ تملیکی تحقق نمی‌یابد. در این اوراق، مالیت و ارزش حقیقی پول‌ها مبنا قرار گرفته و به همین دلیل هنگام بازپرداخت، افزوده‌ای بر ارزش اسمی پول‌ها مشاهده می‌شود.

از آنجا که کاهش ارزش پول یا به‌بیان دیگر تورم، غالباً روندی خودافزا و برگشت‌ناپذیر دارد، می‌توان با توسعه مفهوم «عین» در عقد ودیعه، این اوراق را صحیح دانست؛ به این معنا که در این نوع ودیعه‌گذاری، ارزش و اعتبار مالی وجوه به ودیعه گذاشته می‌شود نه عین اسکناس و وجه نقدی که ودیعه‌گذار پرداخته است. بر همین مبنا، ودیعه‌پذیر متعهد می‌شود هنگام بازپرداخت، اعتبار وجوه را با لحاظ نرخ تورم سالیانه محاسبه کرده و به ودیعه‌گذار بازگرداند.

به بیان دیگر، افزوده‌ای که در زمان بازپرداخت پرداخت می‌شود نه «سود» یا «منفعت» به معنای متعارف، بلکه صرفاً جبران کاهش قدرت خرید اولیه پول است؛ امری که برخی از مراجع عظام تقلید آن را از شمول ربا خارج می‌دانند و برخی دیگر در آن شبهه ربا دیده‌اند.

ملاحظات حقوقی
- پیروی 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 پایان‌نامه، رساله و طرح پژوهشی نیست.

کتابنامه

۱) ابن منظور (۱۴۰۸ق). *لسان العرب* (چاپ اول). لبنان، بیروت: دار احیاء التراث العربی.

- ۲) اسکندری، مصطفی (۱۳۸۰). *فقه البنوک و الحقوق الجدیدة*. ایران، قم: دارالغدیر.
- ۳) ایروانی، علی بن عبدالحسین (۱۳۷۵ق). *حاشیه المکاسب* (جلد اول). ایران، تهران: رشدیه.
- ۴) جعفری، نصراله (۱۳۹۵). *تحلیل فقهی و حقوقی مالیت استقلالی اوراق بهادار*. پژوهش‌های فقهی، ۱۲(۳)، ۵۰۹-۵۳۶.
- ۵) جوهری، اسماعیل بن حماد (۱۴۱۰ق). *الصحاح- تاج اللغة و صحاح العربیه*. لبنان، بیروت: دار العلم للملایین.
- ۶) حسین‌زاده، جواد؛ معبدی، دانا؛ و حسین‌خانی، محمد (۱۳۹۵). *ماهیت حقوقی حساب ودیعه در معاملات مشتقه مالی*. *دیدگاه‌های حقوق قضایی*، ۷۵ و ۷۶، ۳۳-۵۴.
- ۷) حسینی، سیدعلی؛ ذوقی، محمدصادق؛ و شهیدی، سیدمرتضی (۱۳۹۸). *نگاهی حقوقی به کارکرد، ماهیت و ساختار صندوق تضمین تسویه موجود در بازار بورس و اوراق بهادار*. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۹(۱)، ۲۹۵-۳۲۶. DOI: [10.30497/ifr.2019.2406](https://doi.org/10.30497/ifr.2019.2406)
- ۸) خویی، سید ابوالقاسم (۱۴۱۳ق). *مصابح الفقاهه*. بی‌جا.
- ۹) رحمانی کشمیری، محمدعلی (۱۳۸۵). *ودیعه با رویکرد ودیعه بانکی* (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). قابل‌بازیابی از گنج، پایگاه اطلاعات علمی ایران (ایرانداک).
- ۱۰) زاهدنمازی، فروغ (۱۳۹۴). *ماهیت حقوقی حساب ودیعه در معاملات مشتقه مالی* (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). قابل‌بازیابی از گنج، پایگاه اطلاعات علمی ایران (ایرانداک).
- ۱۱) شهید ثانی (۱۴۱۰ق). *الروضه البهیة فی شرح اللمعة الدمشقیة* (چاپ اول) (با هتمام: سیدمحمدکلانتر). ایران، قم: کتابفروشی داوری.
- ۱۲) شهیدی تبریزی، میزرافتاح (۱۳۷۵ق)، *هدایه الطالب الی الاسرار المکاسب* (جلد دوم). بی‌جا.
- ۱۳) صدر، سیدمحمدباقر (۱۴۱۷ق). *اقتصادنا* (چاپ اول). ایران، قم: دفتر تبلیغات اسلامی.
- ۱۴) طباطبایی، سیدمحمدصادق؛ و سرمدی، پگاه (۱۳۹۴). *بررسی فقهی و حقوقی «قابلیت جبران ضرر ناشی از کاهش ارزش پول»*. *فقه و حقوق اسلامی*، ۵۱، ۷۴-۱۰۵.
- ۱۵) عبدالرضایی، محمد (۱۳۹۳). *ماهیت و احکام سپرده‌های بانکی از نظر فقهی*. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). قابل‌بازیابی از گنج، پایگاه اطلاعات علمی ایران (ایرانداک).

- ۱۶) علیشاهی قلعه جوقی، ابوالفضل؛ لطیفی، و سیده سعیده (۱۳۹۲). بررسی نظریه ودیعه گذاری مالیت در سپرده های بانکی. *دانش حقوق مدنی*، ۲(۱)، ۲۷-۳۸.
- ۱۷) عمید، حسن (۱۳۹۵)، فرهنگ عمید. ایران، تهران: امیرکبیر.
- ۱۸) فراهانی فرد، سعید (۱۳۹۵). *سیاست های پولی در بانکداری بدون ربا*. ایران، قم: بوستان کتاب.
- ۱۹) کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۹). *دوره حقوق مدنی، عقود معین (جلد چهارم، ویرایش ششم)*. ایران، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- ۲۰) مغنیه، محمدجواد (۱۴۰۷). *فقه الامام جعفر الصادق*. لبنان، بیروت: دار الاحیاء التراث.
- ۲۱) موسوی خمینی، سیدروح الله (۱۳۹۲). *تحریر الوسیله*. ایران، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).
- ۲۲) موسویان، سیدعباس (۱۳۸۱). *طراحی سپرده های جدید در بانکداری بدون ربا*. *اقتصاد اسلامی*، ۲(۷)، ۵۱-۷۴.
- ۲۳) موسویان، سیدعباس (۱۳۸۲). *انواع بانک های بدون ربا*. *اقتصاد اسلامی*، ۳(۱۱)، ۴۹-۷۸.
- ۲۴) میثمی، حسین؛ و رضایی، مجید (۱۴۰۱). *عملیات بازار باز از طریق اوراق ودیعه بانک مرکزی: ماهیت، الگوی عملیاتی و مبانی فقهی*. *اقتصاد اسلامی*، ۲۲(۸۵)، ۵-۳۱.
- ۲۵) نجفی، محمدحسن (۱۴۰۴). *جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام*. لبنان، بیروت: دار احیاء التراث العربی.

Reference

- 1) Ibn Manẓūr, (1408 AH/1988). *Lisān al-‘Arab* (1st ed.). Lebanon, Beirut: Dār Iḥyā’ al-Turāth al-‘Arabī [in Arabic].
- 2) Eskandari, Muṣṭafā, (1380 SH/2001). *Fiqh al-Bunūk wa al-Huqūq al-Jadīda* [Banking Jurisprudence and New Rights]. Iran, Qom: Dār al-Ghadīr [in Persian].
- 3) Īrāwānī, ‘Alī b. ‘Abd al-Ḥusayn, (1375 AH/1955). *Hāshiya al-Makāsib* (Vol. 1). Iran, Tehran: Rushdiyya [in Arabic].
- 4) Ja’farī, Naṣr Allāh, (1395 SH/2016). *Tahlīl-e Feqhī va Huqūqī-ye Mālīyat-e Istiqlālī-ye Orāq-e Bahādār* [A Jurisprudential and Legal Analysis of Independent Value of Securities]. *Pazhūheshhā-ye Feqhī* [Jurisprudential Research], 12(3), 509-536 [in Persian].

- 5) Jawharī, Ismā'īl b. Ḥammād, (1410 AH/1989). *Al-Ṣiḥāḥ – Tāj al-Lughā wa Ṣiḥāḥ al-'Arabīyya*. Lebanon, Beirut: Dār al-'Ilm li-l-Malāyīn [in Arabic].
- 6) Ḥusaynī, S. 'A., Zūqī, M. Ṣ., & Shahidī, S. M., (1398 SH/2019). *Negāhī Ḥuqūqī be Kār kard, Māhīyat va Sākhtār-e Ṣandūq-e Taqmīn-e Tasvīyah-ye Mojūd dar Bāzār-e Būrs va Orāq-e Bahādār* [A Legal Perspective on the Function, Nature and Structure of the Settlement Guarantee Fund in the Stock and Securities Market]. *Taḥqīqāt-e Mālī-ye Islāmī* [Islamic Financial Research], 9(1), 295–326. DOI: 10.30497/ifr.2019.2406 [in Persian].
- 7) Ḥusaynzāda, J., Ma'badī, D., & Ḥusaynkhānī, M., (1395 SH/2016). *Māhīyat-e Ḥuqūqī-ye Ḥesāb-e Vadi'a dar Mo'āmalāt-e Moshtaqa-ye Mālī* [The Legal Nature of Deposit Account in Financial Derivatives Transactions]. *Didgāhhā-ye Ḥuqūq-e Qazā'i* [Judicial Law Perspectives], 75–76, 33–54 [in Persian].
- 8) Khū'ī, Sayyid Abū al-Qāsim, (1413 AH/1992). *Miṣbāḥ al-Fiqāha*. n.p. [in Arabic].
- 9) Raḥmānī Kāshmīrī, M. 'A., (1385 SH/2006). *Vadi'a bā Rūy kard-e Vadi'a Bānkī* [Deposit with a Banking Approach] (M.A. thesis). Retrieved from Ganj, Iranian Scientific Information Database (Irāndāk) [in Persian].
- 10) Zāhednamāzī, F., (1394 SH/2015). *Māhīyat-e Ḥuqūqī-ye Ḥesāb-e Vadi'a dar Mo'āmalāt-e Moshtaqa-ye Mālī* [The Legal Nature of Deposit Account in Financial Derivatives Transactions] (M.A. thesis). Retrieved from Ganj, Iranian Scientific Information Database (Irāndāk) [in Persian].
- 11) Shahīd Thānī, (1410 AH/1989). *Al-Rawḍa al-Bahīyya fī Sharḥ al-Lum'a al-Dimashqiyya* (1st ed., ed. Sayyid Muḥammad Kalāntar). Iran, Qom: Kitābfurūshī Dāwarī [in Arabic].
- 12) Shahīdī Tabrizī, M. F., (1375 AH/1955). *Hidāyat al-Ṭalīb ilā al-Asrār al-Makāsib* (Vol. 2). n.p. [in Arabic].
- 13) Ṣadr, Sayyid Muḥammad Bāqir, (1417 AH/1997). *Iqtisādunā* (1st ed.). Iran, Qom: Daftar al-Tablīghāt al-Islāmiyya [in Arabic].
- 14) Ṭabāṭabā'ī, S. M. Ṣ., & Sarmadī, P., (1394 SH/2015). *Barrasi-ye Feqhī va Ḥuqūqī-ye Qābiliyyat-e Jabrān-e Ḍarar-e Nāshi az Kahesh-e Arzesh-e Pul* [Jurisprudential and Legal Study of Compensation for Damage Caused by Currency Depreciation]. *Feqh va Ḥuqūq-e Islāmī* [Islamic Jurisprudence and Law], 10, 51–74 [in Persian].

- 15) 'Abd al-Riḍā'ī, M., (1393 SH/2014). *Māhīyat va Ahkām-e Sepordehā-ye Bānkī az Nazar-e Feqhī* [Nature and Rules of Bank Deposits from a Jurisprudential Perspective] (M.A. thesis). Retrieved from Ganj, Iranian Scientific Information Database (Irāndāk) [in Persian].
- 16) 'Alishāhī Qal'eh Jūqī, A., & Laṭīfī, S. S., (1392 SH/2013). *Barrasi-ye Naẓariyya-ye Vadi'a Gozārī-ye Mālīyat dar Sepordehā-ye Bānkī* [A Study of the Theory of Value Deposit in Bank Deposits]. *Dānesh-e Huqūq-e Madani* [Civil Law Knowledge], 2(1), 27-38 [in Persian].
- 17) 'Amīd, Ḥ., (1395 SH/2016). *Farhang-e 'Amīd* [Amid Dictionary]. Iran, Tehran: Amīr Kabīr [in Persian].
- 18) Farāhānī-Fard, S., (1395 SH/2016). *Sīyāsāt-hā-ye Pulī dar Bānkdārī bedūn-e Rabā* [Monetary Policies in Interest-Free Banking]. Iran, Qom: Būstān-e Kitāb [in Persian].
- 19) Mughniya, M, J., (1407 AH/1987). *Fiqh al-Imām Ja'far al-Šādiq*. Lebanon, Beirut: Dār Iḥyā' al-Turāth [in Arabic].
- 20) Mūsavi Khomeinī, S, R, A., (1392 SH/2013). *Tahrīr al-Wasīla* [Clarification of the Means]. Iran, Qom: Mu'assisa-ye Tanzīm va Nashr-e Āthār-e Imām Khomeinī (RA) [in Persian].
- 21) 22) Mūsaviān, S, A., (1381 SH/2002). *Ṭarāḥi-ye Sepordeh-hā-ye Jadīd dar Bānkdārī bedūn-e Rabā* [Design of New Deposits in Interest-Free Banking]. *Eqṭṣād-e Islāmī* [Islamic Economics], 2(7), 51-74 [in Persian].
- 22) Mūsaviān, S, A., (1382 SH/2003). *Anvā'-e Bānk-hā-ye bedūn-e Rabā* [Types of Interest-Free Banks]. *Eqṭṣād-e Islāmī* [Islamic Economics], 3(11), 49-78 [in Persian].
- 23) Mīthamī, Ḥ, & Reżā'ī, M., (1401 SH/2022). 'Amaliyāt-e Bāzār-e Bāz az Ṭarīq-e Orāq-e Vadi'a-ye Bānk-e Markazī: Māhīyat, Algū-ye 'Amaliātī va Mabānī-ye Feqhī [Open Market Operations through the Central Bank's Deposit Certificates: Nature, Operational Model and Jurisprudential Foundations]. *Eqṭṣād-e Islāmī* [Islamic Economics], 22(85), 5-31 [in Persian].
- 24) Najafī, M, Ḥ., (1404 AH/1984). *Jawāhir al-Kalām fī Sharḥ Sharā'i' al-Islām*. Lebanon, Beirut: Dār Iḥyā' al-Turāth al-'Arabī [in Arabic].
- 25) Kātūziān, N., (1389 SH/2010). *Dawra-ye Huqūq-e Madanī, 'Uqūd-e Mo'ayyan* [Course in Civil Law, Specific Contracts] (Vol. 4, 6th ed.). Iran, Tehran: Sherkat-e Sahāmī Enteshār [in Persian].

The Impact of Stock Option Trading Volume on Stock Market Price in an Islamic Capital Market: A Case Study of the Automotive Industry

AbdolMohammad Kashian* | Seyyed Kazem Ebrahimi | Negin Ghasemi | Mohammad Ebrahim Taherian

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.246806.1905>

تأثیر حجم معاملات اختیار سهام بر قیمت بازاری سهام در یک بازار سرمایه اسلامی:
مطالعه موردی صنعت خودرو

نویسندگان: عبدالمحمد کاشیان* | سید کاظم ابراهیمی | نگین قاسمی | محمدابراهیم طاهریان



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



The Impact of Stock Option Trading Volume on Stock Market Price in an Islamic Capital Market: A Case Study of the Automotive Industry

AbdolMohammad Kashian: Associate Professor, Department of Economics, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran (Corresponding Author).

kashian@semnan.ac.ir | 0000-0000-0000-0000

Seyyed Kazem Ebrahimi: Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran.

kebrahimi@semnan.ac.ir | 0000-0000-0000-0000

Negin Ghasemi: M.A. Candidate Accounting, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Affairs, Semnan University, Semnan, Iran.

negin.ghasemi403@semnan.ac.ir | 0000-0000-0000-0000

Mohammad Ebrahim Taherian: M.A. Candidate Accounting, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Affairs, Semnan University, Semnan, Iran.

me.taherian78@semnan.ac.ir | 0000-0000-0000-0000

Abstract

1. Introduction and Objective

Options contracts, as one of the most widely used derivative instruments in modern financial markets, have traditionally been viewed primarily as risk management tools. They are designed to hedge against adverse price fluctuations and to mitigate volatility in the spot market. In this conventional perspective, derivatives are meant to stabilize financial systems and enhance market efficiency by allowing investors and institutions to transfer or redistribute risk. Yet, research in both developed and emerging markets increasingly demonstrates that the trading of derivatives, far from being neutral, can actively influence the pricing of the underlying assets. This dual function of derivatives—simultaneously reducing risk and transmitting information—has become a focal point of financial economics.

The case of stock options is particularly notable. These instruments, while structured to provide investors with flexibility in exposure to underlying assets, can exert feedback effects on stock prices themselves. The mechanisms through which such impacts emerge include the information content embedded in option trading, the behavioral reactions of market participants, and liquidity spillovers from derivative markets into the spot market. For instance,

heavy trading in stock options may be interpreted as a signal of changing expectations, thereby prompting adjustments in stock valuations even before fundamentals shift.

In the context of Islamic capital markets, such as Iran's, the analysis acquires additional layers of importance. Given the emphasis on transparency, the prohibition of excessive uncertainty (*gharar*), and the need to prevent speculative manipulation (*maysir*), understanding how derivative markets interact with stock markets is not merely a technical issue but also a normative concern. Derivatives in Iran have developed only recently, with limited depth and a relatively small number of tradable contracts compared to international standards. Yet, their influence on stock markets, particularly in key sectors like the automotive industry, appears to be significant.

The central objective of this study, therefore, is to empirically examine the effect of stock option trading volume on the stock prices of automotive companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). The research seeks to determine whether option trading volume operates as a meaningful signal that shapes investor expectations and stock price dynamics in a shallow but growing derivative market. This focus combines empirical analysis with policy relevance, offering insights for investors, regulators, and scholars of Islamic finance alike.

2. Methods and Materials

The research population consists of automotive companies listed on the Tehran Stock Exchange whose shares, as well as their corresponding stock options, are actively traded. This sector was selected because it is both a major component of Iran's stock market and one of the earliest to adopt derivative instruments. The presence of simultaneous activity in both the spot and options markets makes it an ideal case study for exploring cross-market dynamics.

The dataset spans multiple trading periods and incorporates daily observations of stock prices and option trading volumes. In order to handle the characteristics of the data—specifically its time-series and panel structure—the Panel Autoregressive Distributed Lag (Panel ARDL) model was employed. This methodology is particularly

suitable for datasets where variables may exhibit mixed levels of integration ($I(0)$ and $I(1)$) and where both short-term and long-term relationships need to be captured. By using Panel ARDL, the study is able to assess not only the immediate impact of option trading volume on stock prices but also the persistent, long-term effects that may materialize over time.

The variables of the study are defined as follows:

- Dependent variable: Stock prices of automotive companies.
- Independent variable: Trading volume of stock options linked to these companies.
- Control considerations: Structural features of the TSE, liquidity constraints, and statistical diagnostics to confirm the appropriateness of the ARDL framework.

In addition, robustness checks were performed to ensure that results were not driven by spurious correlations or by the shallow nature of the derivative market. The use of panel data strengthens the empirical results by pooling information across multiple firms, thereby increasing statistical power and reducing the risk of bias due to firm-specific anomalies.

3. Research Findings

The empirical findings reveal a positive and statistically significant relationship between option trading volume and stock prices in the automotive sector of the Tehran Stock Exchange. More specifically, as the trading activity in stock options increases, the underlying stock prices show a corresponding upward movement. This relationship holds in both the short-term fluctuations captured by the ARDL lags and in the long-term equilibrium dynamics implied by the model.

Two central insights emerge from the analysis:

1. Market Sensitivity to Derivatives: The spot market in Tehran is responsive to developments in the derivatives market, even though the latter is shallow and relatively new. Option trading activity carries informational value that market participants interpret as signals about future price trajectories.

2. **Signaling Function of Trading Volume:** The trading volume of stock options effectively operates as a predictor of stock price behavior. Investors observing heightened option activity tend to become more optimistic, anticipating rising prices in the underlying assets. This behavioral channel amplifies the impact of derivative markets on stock valuations.

The magnitude of the effect, while varying across companies, is consistently positive, underscoring the robustness of the results. Interestingly, the influence appears more pronounced in periods of heightened market volatility, suggesting that in uncertain conditions investors rely more heavily on derivative signals to form expectations.

4. Discussion and Conclusion

The findings of this study carry several theoretical, practical, and policy implications. From a theoretical standpoint, they validate the proposition that derivative markets, far from being mere hedging platforms, can exert direct influence on spot markets through informational spillovers and behavioral feedback loops. This perspective is consistent with international literature but acquires distinctive significance in emerging Islamic markets like Iran's, where the institutional framework is still developing.

From a practical perspective, the positive association between option trading volume and stock prices highlights the importance of monitoring derivative markets for investment decision-making. Investors who pay attention to option market signals may be better positioned to anticipate stock price trends. Conversely, ignoring derivative activity risks missing critical information embedded in market dynamics.

From a regulatory and Islamic finance perspective, the results raise both opportunities and cautions. On the one hand, the derivative market can enhance price discovery and provide valuable signals that improve market efficiency. On the other hand, the shallow depth of Iran's derivative market magnifies the risk of speculative manipulation, excessive volatility, and practices that may conflict with Islamic principles such as *gharar* and *maysir*.

Policymakers must therefore strike a balance: encouraging the healthy growth of derivatives as part of capital market development while instituting strong oversight to prevent abuse.

The study concludes that option trading activity in Iran, particularly in the automotive industry, should not be dismissed as marginal. Instead, it represents a critical element of market dynamics that influences stock price formation. Strengthening oversight, improving transparency, and aligning derivative instruments with Islamic financial principles will not only reduce the risks of manipulation but also unlock the potential benefits of derivatives in supporting more efficient and stable capital markets.

In summary, the research provides empirical evidence that derivative activity, even in its early stages of development in Iran, significantly affects spot market outcomes. It highlights the interconnectedness of financial instruments and underscores the need for integrated policy approaches in Islamic capital markets. Future research could expand the analysis to other sectors, explore alternative derivative products, and further examine the interplay between Shariah compliance and market efficiency.

5. Keywords

Stock Option; Automotive Stocks; Panel Autoregressive Distributed Lag (Panel ARDL) Model; Tehran Stock Exchange.

6. JEL Classification: G13, G12, G14, L62, C58.

تأثیر حجم معاملات اختیار سهام بر قیمت بازاری سهام در یک بازار سرمایه اسلامی: مطالعه موردی صنعت خودرو ایران

عبدالمحمد کاشیان: دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان،

ایران (نویسنده مسئول) kashian@semnan.ac.ir

سید کاظم ابراهیمی: دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان،

سمنان، ایران kebrahimi@semnan.ac.ir

تکین قاسمی: دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و امور اداری،

دانشگاه سمنان، سمنان، ایران negin.ghasemi403@semnan.ac.ir

محمد ابراهیم طاهریان: دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و

امور اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران me.taherian78@semnan.ac.ir

چکیده

۱. مقدمه و هدف

قراردادهای اختیار معامله به طور سنتی به عنوان ابزاری برای پوشش ریسک و کاهش نوسانات قیمت در بازار مالی شناخته می شوند؛ اما شواهد نشان می دهد که معامله این ابزارها خود می تواند بر قیمت دارایی پایه اثر بگذارد. هدف این پژوهش، بررسی اثر حجم معاملات اختیار سهام بر قیمت سهام شرکت های خودروساز فعال در بورس اوراق بهادار تهران است.

۲. مواد و روش ها

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت های خودروساز پذیرفته شده در بورس تهران است که علاوه بر سهام، اختیار معامله سهام آنها نیز مورد دادوستد قرار می گیرد. روش تحلیلی پژوهش مدل خودرگرسیون با وقفه های توزیعی پانلی (Panel ARDL) است که متناسب با ماهیت و ویژگی های داده ها انتخاب شده است.

۳. یافته‌های تحقیق

نتایج نشان می‌دهد افزایش حجم معاملات در بازار مشتقه با رشد قیمت سهام در بازار نقدی همراه است. این موضوع بیانگر حساسیت و اثرپذیری مثبت بازار سهام از بازار مشتقه است و نشان می‌دهد حجم معاملات اختیار می‌تواند به‌عنوان یک سیگنال برای پیش‌بینی رفتار قیمت سهام عمل کند. سرمایه‌گذاران با مشاهده این سیگنال نسبت به رشد قیمت‌ها خوش‌بین‌تر می‌شوند.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های پژوهش اهمیت توجه به ارتباط بازار مشتقه و بازار سهام را نشان می‌دهد. با توجه به عمق محدود بازار مشتقه در ایران و اثرگذاری آن بر بازار سهام، توصیه می‌شود نظارت و سیاست‌گذاری در این حوزه تقویت گردد تا ضمن مدیریت ریسک، از نوسانات غیرمنطقی و دست‌کاری احتمالی جلوگیری شود. این نتایج می‌تواند برای سیاست‌گذاران و فعالان بازار سرمایه در تدوین مقررات و راهبردهای سرمایه‌گذاری کاربردی باشد.

واژگان کلیدی: اختیار سهام؛ سهام خودرویی؛ مدل خودرگرسیو با وقفه‌های توزیعی پانلی؛ بورس تهران.

مقدمه

در سال‌های اخیر، ابزارهای مالی متنوعی توسط کارشناسان و مهندسان مالی طراحی و در بازارهای مالی عرضه شده است. بسیاری از این ابزارها در بازارهای مالی جهان مورد استفاده قرار گرفته و هر روز ابزارهای جدیدی نیز به آن‌ها افزوده می‌شود. بورس اوراق بهادار تهران نیز در سال‌های اخیر برخی از این ابزارهای نوین را به کار گرفته که با گذشت زمان کوتاهی از اجرایی شدن آن‌ها، امکان تجزیه و تحلیل عملکرد آماری‌شان فراهم شده است. یکی از این ابزارها قراردادهای اختیار معامله است که زیرمجموعه‌ای از اوراق مشتقه محسوب می‌شود. اوراق مشتقه به عنوان محصولی نوآورانه در حوزه علوم مالی و مهندسی، می‌تواند بخش قابل توجهی از مازاد نقدینگی را در بازارهای مالی جذب کند. همچنین، انتشار این اوراق موجب پویاتر شدن و تعمیق بازار می‌شود (رحیمیان، خوزین و محمدی، ۱۳۹۸) و نقش مهمی در مدیریت ریسک ایفا می‌کند.

در اغلب کشورها، هدف اصلی ناشران از انتشار این اوراق کسب سود است (MacKenzie & Millo, 2003)، که البته در کنار آن، این اوراق کارکردهایی همچون پوشش ریسک، سفته‌بازی و سرمایه‌گذاری را نیز برای فعالان بازار به همراه دارد. در ایران، این ابزارها عمدتاً با هدف حمایت از بازار، کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و تشویق آن‌ها به خرید بیشتر سهام پایه منتشر می‌شوند. چنانچه انتشار و به کارگیری این اوراق گسترش یابد و با استقبال سهام‌داران مواجه شود، رونق بازار سهام نیز افزایش یافته و گروه گسترده‌تری از سرمایه‌گذاران بالقوه وارد بازار خواهند شد که غالباً در صورت کاهش ریسک، حاضر به سرمایه‌گذاری هستند.

عوامل متعددی می‌تواند بر حجم معاملات و رونق ابزارهای مشتقه (اختیار خرید و اختیار فروش تبعی) تأثیرگذار باشد یا از آن تأثیر بپذیرد. در این پژوهش، متغیر مهمی به نام «قیمت سهام» برای بررسی انتخاب شده است؛ زیرا سهامی که در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود، به عنوان دارایی پایه در بازار مشتقه عمل می‌کند و بنابراین

تغییرات قیمتی آن هم بر قیمت ابزار مشتقه تأثیر می‌گذارد و هم از آن تأثیر می‌پذیرد. از این‌رو، مسئله اصلی این پژوهش بررسی تأثیر ابزارهای مشتقه مالی (اختیار معامله سهام) بر قیمت سهام به‌عنوان دارایی پایه در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به نوپا بودن بازار مشتقه در ایران، پژوهش‌های اندکی در این حوزه انجام شده است. بنابراین، سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که: «قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تا چه میزان از حجم معاملات بازار مشتقه تأثیر می‌پذیرد؟» به عبارت دیگر، آیا قیمت سهام تحت تأثیر بازار مشتقه قرار دارد یا خیر؟

یکی از چالش‌های این پژوهش محدود بودن داده‌هاست؛ چراکه ابزارهای مشتقه، اولاً قدمت چندانی ندارند و ثانیاً گستره انتشار آن‌ها در میان صنایع محدود است. یکی از صنایعی که در بورس تهران علاوه بر سهام، قراردادهای مشتقه مبتنی بر سهام نیز منتشر کرده، صنعت خودرو است که داده‌های مناسب و قابل‌تحلیلی برای مدل‌سازی دارد. از این‌رو، مطالعه موردی این پژوهش شامل سهام شرکت‌های خودروساز در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به نوپا بودن این اوراق در ایران، تاکنون تحقیقات اندکی در این زمینه صورت گرفته است.

در ادامه، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط با موضوع ارائه می‌شود؛ سپس براساس مبانی نظری و مسئله تحقیق، روش پژوهش و فرضیه‌ها تشریح شده و در پایان، نتایج آزمون فرضیه‌ها، دستاوردها و پیشنهادها مطرح می‌گردد.

۱. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۱. مبانی نظری

اختیار معامله توافقی است بین دو طرف که براساس آن، یکی از طرفین حق خرید یا فروش یک دارایی مشخص را به طرف مقابل می‌فروشد. به این صورت که خریدار (دارنده اختیار)، حق خرید یا فروش دارایی خاصی - اعم از مالی یا غیرمالی - را با قیمتی مشخص و در تاریخی معین در آینده خواهد داشت (کاشیان و پارسا، ۱۴۰۰).

دارایی‌ای که مبنای اختیار معامله قرار می‌گیرد «دارایی پایه» نام دارد و می‌تواند شامل انواع دارایی‌های فیزیکی، سهام شرکت‌ها، نرخ بهره، ارز و سایر دارایی‌ها باشد. خریدار اختیار معامله در قبال این حق باید مبلغی بپردازد؛ زیرا در غیر این صورت همه شرایط به نفع او خواهد بود و هیچ‌کس حاضر به اعطای چنین اختیاری نخواهد شد. بنابراین، اعطاکننده اختیار مبلغی را دریافت می‌کند که به آن «قیمت اختیار» گفته می‌شود. هر اختیار معامله در تاریخی مشخص قابل اعمال است که «تاریخ انقضا» یا «تاریخ سررسید» نام دارد (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳).

زمانی که دارایی پایه در قرارداد اختیار، سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازارهای مالی باشد، به آن «اختیار بر سهام» گفته می‌شود. درواقع، سرمایه‌گذاران علاوه بر خرید و فروش مستقیم سهام عادی، می‌توانند اوراق بهاداری را معامله کنند که بیانگر حق خرید یا فروش سهام خاص یا گروهی از سهام است. طبق تعریف قرارداد اختیار، اعمال برگه اختیار الزامی نیست (و اغلب ارزش اعمال ندارد). در عوض، سرمایه‌گذار می‌تواند به راحتی اوراق بهاداری منتج از سهام را که تمام یا بخشی از ارزش آن ناشی از ارزش سهام همان شرکت است، خرید و فروش کند. ترکیب‌های متنوعی از قراردادهای اختیار و سهام می‌تواند روش‌های گوناگونی برای مدیریت ریسک ایجاد کند که از آن‌ها به عنوان «استراتژی‌های معامله» یاد می‌شود. این استراتژی‌ها بسیار متنوع‌اند و در شرایط اقتصادی مختلف قابلیت استفاده دارند (مهدوی کلیشمی و نیکان، ۱۳۸۷).

از یک منظر، اختیارات را می‌توان به دو دسته «اختیار خرید» و «اختیار فروش» تقسیم کرد. قرارداد اختیار خرید به دارنده آن این حق را می‌دهد که تعداد مشخصی از دارایی پایه را به قیمتی معین خریداری کند. به این معنا که به دلیل احتمال تغییر قیمت در آینده، پوشش‌دهندگان ریسک، اختیار خرید کالای موردنیاز خود را از پیش خریداری می‌کنند و البته در روز معامله این حق را دارند که معامله را اجرا نکنند. در

مقابل، «اختیار فروش» به دارنده آن این حق را می‌دهد که دارایی پایه را تا تاریخ معین به قیمتی مشخص بفروشد (Kleinman & Lock, 1997, p. 246).

۱-۱-۱. تأثیر اوراق مشتقه بر قیمت سهام

مهم‌ترین منطق اقتصادی استفاده از قراردادهای اختیار معامله، پوشش ریسک است. بسیاری از فعالان بازار سرمایه برای پوشش ریسک دارایی‌های خود، از جمله سهام، اقدام به خرید قراردادهای اختیار می‌کنند تا به‌نوعی سهم خود را بیمه کنند. براساس مدل بلک و شولز^۱ (۱۹۷۳م)، قیمت اختیارات به قیمت دارایی پایه و قیمت توافقی طرفین بستگی دارد. در مورد سهام نیز قیمت آن به قیمت قرارداد اختیار سهام وابسته خواهد بود. در اینجا، رابطه از بازار واقعی به بازار مالی کاملاً مشهود است؛ به‌گونه‌ای که تغییرات در بازار دارایی پایه بدون تردید اثر خود را بر بازارهای مالی می‌گذارد (مهدوی کلیشمی و نیکان، ۱۳۸۷).

اما پرسش اصلی این پژوهش آن است که آیا این رابطه از سمت بازارهای مالی به بازار واقعی نیز وجود دارد؟ به بیان دیگر، آیا افزایش یا کاهش حجم معاملات در بازار مشتقه سهام بر قیمت سهام تأثیر دارد؟ از منظر نظری، پاسخ به این پرسش پیچیده و چندوجهی است و هیچ اتفاق‌نظر واحدی در مورد ماهیت دقیق این تأثیر وجود ندارد؛ زیرا به عوامل مختلفی مانند نوع اختیارات معامله‌شده، حجم معاملات و شرایط دیگر بازار بستگی دارد. با این حال، از نظر نظری تأثیر معاملات اختیار معامله بر قیمت سهام می‌تواند مثبت یا منفی باشد. از یک سو، معاملات اختیار به دلیل افزایش نقدشوندگی در بازار سهام پایه و نقشی که در شفافیت بازار و انتشار اطلاعات دارد، می‌تواند بر قیمت سهام اثر مثبت بگذارد؛ و از سوی دیگر، از آنجا که امکان سوءاستفاده از اختیارات برای دست‌کاری قیمت سهام یا ارسال سیگنال‌های گمراه‌کننده به بازار وجود دارد، این معاملات می‌توانند اثر منفی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران داشته باشند.

۱. Black & Scholes

به طور کلی، تأثیر معاملات اختیار سهام بر قیمت سهام موضوعی پیچیده و چندوجهی است که همچنان محل بحث است. در حالی که برخی پژوهش‌ها حاکی از اثر مثبت معاملات اختیار بر قیمت سهام هستند، تحقیقات دیگری اثر منفی آن را گزارش کرده‌اند (Amihud & Mendelson, 2008). از منظر سازوکارهای اثرگذاری، می‌توان به کانال‌های زیر اشاره کرد (Jianfeng Hu, 2014؛ Investopedia Encyclopedia, 2023).

(۱) پوشش ریسک و فشار بازار: هنگامی که حجم معاملات در بازار مشتقه -

از جمله قراردادهای اختیار - افزایش می‌یابد، معمولاً فروشندگان برای پوشش ریسک خود اقدام به خرید سهام پایه می‌کنند تا از موقعیت خود محافظت کنند. این موضوع می‌تواند باعث ایجاد فشار در بازار شده و به طور بالقوه قیمت سهام را افزایش دهد. به عنوان مثال، اگر تقاضای زیادی برای اختیار خرید (که به دارنده آن حق خرید سهام پایه را می‌دهد) وجود داشته باشد، می‌تواند فشار صعودی بر قیمت سهام وارد کند؛ زیرا فعالان بازار که اختیار خرید را خریداری کرده‌اند، ممکن است برای انجام تعهدات قراردادی خود در صورت اعمال اختیار، نیاز به خرید سهام پایه داشته باشند. برعکس، تقاضای زیاد برای اختیار فروش (که به دارنده آن حق فروش سهام پایه را می‌دهد) می‌تواند فشار نزولی بر قیمت سهام وارد کند.

(۲) نوسانات ضمنی: در بسیاری از موارد، افزایش تقاضا برای اختیارات و به دنبال

آن افزایش قیمت آن‌ها می‌تواند بازتاب‌دهنده انتظارات بازار از نوسانات آتی قیمت سهام باشد. قیمت بالای قرارداد اختیار می‌تواند این انتظار را در میان معامله‌گران ایجاد کند که قیمت سهام در آینده به طور قابل توجهی افزایش خواهد یافت.

۳) **سیگنال‌دهی بازار اختیارات:** افزایش حجم معاملات اختیار می‌تواند به‌عنوان یک سیگنال برای سایر معامله‌گران تلقی شود؛ به‌گونه‌ای که آن‌ها پس از خرید یا فروش سهام، بر قیمت آن اثر بگذارند.

۴) **تسویه فیزیکی و تأثیر بر قیمت:** بسیاری از قراردادهای اختیار در زمان سررسید باید به‌صورت فیزیکی تسویه شوند. در چنین شرایطی، افزایش یا کاهش حجم معاملات اختیار می‌تواند نشان‌دهنده این باشد که یکی از طرفین قرارداد به‌زودی برای تسویه فیزیکی نیاز به حجم مشخصی از دارایی پایه دارد؛ بنابراین آن را از بازار تأمین می‌کند یا سهامی را که پیش‌تر خریداری کرده است، می‌فروشد. در نتیجه، تسویه فیزیکی قراردادهای اختیار معامله می‌تواند میزان عرضه یا تقاضای سهام را تحت تأثیر قرار داده و از این منظر بر قیمت سهام اثر بگذارد.

۵) **ریسک نقطه پایان:** در بسیاری از موارد، به‌ویژه در نزدیکی تاریخ سررسید قراردادها، قیمت سهام ممکن است به سمت قیمت اجرایی اختیار - جایی که موقعیت‌های باز زیادی وجود دارد - منحرف شود؛ زیرا معامله‌گران می‌کوشند قیمت سهام را دست‌کاری کنند تا از ضرر در موقعیت‌های باز خود جلوگیری کرده و چه‌بسا سود نیز کسب کنند.

تحلیلی بر ۵ گانه فوق دلالت بر آن دارد که حجم معاملات قرارداد اختیار سهام می‌تواند بر قیمت سهام تأثیرگذار باشد، اما این تأثیر می‌تواند هم در جهت مثبت و هم در جهت منفی باشد. از این منظر پژوهش حاضر ضمن بررسی فرضیه تأثیرگذاری معاملات اختیار سهام بر قیمت سهام، میزان و شدت آن را بررسی می‌کند.

۲-۱. پیشینه پژوهش

بخش قبل به بررسی مبانی نظری و کانال‌های اثرگذاری معاملات اختیار بر قیمت سهام اختصاص داشت. پیش از ورود به مدل‌سازی و تحلیل یافته‌های پژوهش درباره بورس

اوراق بهادار تهران، مروری بر پیشینه پژوهش صورت می‌گیرد. بیشتر مطالعات انجام‌شده در این حوزه به تحقیقات خارجی مربوط می‌شود و در داخل کشور پژوهش مشابهی انجام نشده است.

هیلارد و دیگران^۲ (۲۰۲۵م) در پژوهش خود بر اهمیت حجم معاملات اختیارهای کوتاه‌مدت خارج از پول^۳ تأکید کرده‌اند. این پژوهش نشان می‌دهد که افزایش حجم معاملات و تعهدات باز^۴ در این قراردادها به‌طور معناداری بازدهی‌های غیرعادی بالاتر را در بازار سهام پیش‌بینی می‌کند. این یافته به این معناست که حجم معاملات در بازار مشتقه نه تنها بازتاب‌دهنده فعالیت‌های سفته‌بازانه نیست، بلکه می‌تواند به‌عنوان منبعی مهم برای تشخیص عدم تقارن اطلاعاتی و پیش‌بینی بازده واقعی سهام محسوب شود.

هوآنگ و دیگران^۵ (۲۰۲۴م) در پژوهش خود نشان دادند که حجم معاملات مشتقه در این بازه‌های زمانی حساس به‌طور چشم‌گیری افزایش می‌یابد و این تغییرات غیرعادی در حجم معاملات با واکنش سریع‌تر و قابل‌توجه‌تر بازار سهام همراه است. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که افزایش حجم معاملات در بازار مشتقه می‌تواند به‌عنوان یک سیگنال اطلاعاتی پیش‌نگر نسبت به نوسانات و بازده بازار سهام مورد استفاده قرار گیرد و نشان‌دهنده بهبود فرآیند کشف قیمت در بازار نقدی باشد.

چن و دیگران^۶ (۲۰۲۳م) در پژوهش خود تأثیر معاملات اختیار سهام بر نوسانات کوتاه‌مدت را بررسی کرده‌اند و معتقدند که این معاملات اثر قابل‌توجهی بر نوسانات کوتاه‌مدت دارد؛ با این حال، این اثر در طول زمان یا در میان انواع مختلف اختیارات ثابت نیست. یافته‌های نویسندگان نشان می‌دهد که زمانی که حجم معاملات اختیار بالا

۲. Hilliard et al

۳. OTM

۴. Open Interest

۵. Huang et al

۶. Chen et al

باشد، میزان نوسانات افزایش می‌یابد؛ اما این تأثیر در مورد اختیارات با سررسید طولانی‌تر برجسته‌تر است.

لو و دیگران^۷ (۲۰۲۳م) در پژوهش خود نقش اختیارات سهام را در شکل‌گیری قیمت با استفاده از داده‌های با بسامد بالا بررسی کردند و معتقدند که اختیارات سهام، به‌ویژه برای سهام با رشد بالا، نقش مهمی در فرآیند شکل‌گیری قیمت ایفا می‌کند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که معاملات اختیارات می‌تواند منجر به انحراف قیمت، به‌خصوص در کوتاه‌مدت شود. با این حال، نویسندگان دریافتند که این تحریف‌ها می‌تواند برای بهبود نقدینگی و انتشار اطلاعات مفید واقع شود.

دونگ و دیگران^۸ (۲۰۲۲م) در پژوهش خود به بررسی تأثیر معاملات اختیار شاخص بر بازده سهام با استفاده از داده‌های جهانی پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که معاملات اختیار شاخص تأثیر قابل‌توجهی بر بازده سهام در بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور دارد. در بازارهای توسعه‌یافته، معاملات اختیار شاخص با بازده سهام همبستگی مثبت دارد، در حالی که در بازارهای نوظهور این همبستگی منفی است. نویسندگان پیشنهاد می‌کنند که این تفاوت ممکن است ناشی از تفاوت در محیط‌های نظارتی و میزان مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در دو نوع بازار باشد.

دنیل و هیرشلیفر^۹ (۲۰۱۲م) در پژوهش خود بیان داشتند که معاملات اختیار ممکن است در بلندمدت اثر منفی بر قیمت سهام داشته باشد و منجر به افزایش نوسان و ناکارآمدی بازار شود.

آمیهود و مندلسون^{۱۰} (۲۰۰۸م) در پژوهش خود نشان دادند که معاملات اختیار اثر مثبتی بر قیمت سهام، به‌ویژه در کوتاه‌مدت دارد و می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعات و بهبود نقدینگی بازار سهام کمک کند.

۷. Luo et al

۸. Dong et al

۹. Daniel & Hirshleifer

۱۰. Amihud & Mendelson

پان و پوتشمن^{۱۱} (۲۰۰۶م) در پژوهش خود به بررسی تأثیر معاملات اختیار بر بازده سهام پرداختند. آن‌ها در این مطالعه رابطه بین معاملات اختیار معامله و بازده سهام را بررسی کرده و شواهدی از وجود رابطه مثبت بین حجم معاملات اختیار و بازده آتی سهام یافتند.

همان‌طور که مطالعات پیشین نشان می‌دهد، در مورد بازارهای مشتقه خارجی که بعضاً قدمت بیشتری نسبت به بورس تهران دارند، تحقیقات متعددی درباره تأثیر معاملات اختیار بر قیمت دارایی پایه انجام شده است که عمدتاً اثرگذاری آن را تأیید کرده‌اند. اما در مورد بورس اوراق بهادار تهران که معاملات قراردادهای مشتقه سابقه کمتری دارد، تاکنون مطالعه‌ای که مبتنی بر داده‌های آماری این بازار باشد، صورت نگرفته است. این پژوهش با تکیه بر داده‌های آماری و تمرکز بر صنعت خودرو به عنوان یکی از فعال‌ترین صنایع حاضر در بازار مشتقه بورس تهران انجام شده است.

در ادامه و پیش از ورود به مدل‌سازی تجربی، مروری مختصر بر مطالعات انجام‌شده در داخل کشور در زمینه معاملات اختیار و تأثیر آن‌ها بر قیمت دارایی‌های پایه ارائه می‌شود. اگرچه بیشتر مطالعات این حوزه در سطح بین‌المللی انجام شده و بورس تهران سابقه کمتری در به‌کارگیری ابزارهای مشتقه دارد، با این حال برخی پژوهش‌های داخلی تلاش کرده‌اند به جنبه‌های نظری، فقهی و تجربی این موضوع بپردازند.

پیمانی، سرگلزاری و مصفا (۱۴۰۳) در پژوهش خود با استفاده از داده‌های بورس اوراق بهادار تهران، به مقایسه مدل بلک-شولز و مدل درخت دوجمله‌ای در ارزش‌گذاری اختیار معامله پرداختند. در این پژوهش با لحاظ عدم قطعیت نایتی و هزینه‌های معاملاتی، دقت این مدل‌ها در تخمین قیمت مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج نشان داد که مدل بلک-شولز از دقت بیشتری برخوردار است، اما در شرایط خاصی

۱۱. Pan & Potesman

مانند دوره‌های پرداخت سود، مدل دوجمله‌ای عملکرد بهتری دارد. همچنین مشخص شد که حذف هزینه‌های معاملاتی، دقت پیش‌بینی مدل دوجمله‌ای را افزایش می‌دهد.

نصیری و عسکرزاده (۱۴۰۲) در پژوهش خود به مقایسه تجربی دو مدل مدل بلک-شولز و مدل درخت دوجمله‌ای در ارزش‌گذاری اختیار پرداختند و با بررسی عملکرد آن‌ها در بازار بورس تهران نشان دادند که اختلاف معناداری از نظر دقت میان دو مدل وجود ندارد. با این حال، قیمت‌های محاسبه‌شده توسط هر دو مدل کمتر از قیمت‌های معاملاتی بازار بود. این یافته‌ها نشان می‌دهد که انتخاب مدل قیمت‌گذاری باید با توجه به شرایط خاص بازار داخلی انجام شود.

چهره‌نژاد، لطفی و اندرز (۱۴۰۲) در پژوهش خود موضوع ابزارهای مشتقه را از منظر فقهی و حقوقی بررسی کردند. این مطالعه نشان داد که قراردادهای اختیار معامله از دیدگاه فقه اسلامی با چالش‌هایی چون غرر و جهل مواجه هستند، اما با شفاف‌سازی دقیق مفاد قرارداد و اعمال نظارت مناسب، می‌توان امکان مشروعیت بخشی به این معاملات را فراهم کرد. نویسندگان معتقدند که در صورت رعایت ملاحظات شرعی، ابزارهای مشتقه می‌توانند به کاهش ریسک سرمایه‌گذاران کمک کنند.

محمدي (۱۴۰۲) در پژوهش خود با رویکرد رفتاری به بررسی نقش ابزارهای بیمه‌ای در کاهش ریسک سرمایه‌گذاری پرداخت و نشان داد که تمایل سرمایه‌گذاران به استفاده از ابزارهای مشابه بیمه‌ای بالاست. از منظر نظری، معاملات اختیار می‌توانند عملکردی مشابه بیمه داشته باشند و با ارائه پوشش ریسک، اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار را افزایش دهند.

اجاقی، فیض‌پور، انصاری سامانی و یآوری (۱۴۰۴) در پژوهش خود راهبردهای معاملاتی اختیار خرید را با تمرکز بر سهام شرکت‌های ریلی مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از مدل درخت دوجمله‌ای، دو راهبرد «استرادل متقارن» و «بدبینانه نامتقارن» تحلیل شد. نتایج نشان داد که در شرایط رکود، راهبرد بدبینانه بازدهی بهتری دارد و در

دوره‌های نوسان بالا، راهبرد استرادل امکان سودآوری دوطرفه ایجاد می‌کند. این مطالعه بر اهمیت به‌کارگیری راهبردهای متنوع معاملاتی در بازار اختیار سهام تهران تأکید دارد. در مجموع، اگرچه مطالعات ایرانی در مقایسه با پژوهش‌های غیرایرانی محدودتر هستند، اما تلاش شده است ابعاد نظری، شرعی و کاربردی ابزار اختیار در بازار سرمایه ایران مورد توجه قرار گیرد. با این حال، همچنان جای خالی پژوهشی که به‌طور مستقیم به بررسی تأثیر حجم معاملات اختیار بر قیمت سهام در بورس تهران بپردازد، محسوس است؛ موضوعی که پژوهش حاضر با تمرکز بر صنعت خودروی کشور به دنبال تحلیل و بررسی آن است.

۲. روش‌شناسی پژوهش

۲-۱. داده‌های پژوهش

متغیر وابسته این پژوهش قیمت سهام است که با نماد (SPR) نمایش داده می‌شود و به‌صورت لگاریتمی در معادله وارد شده است. از آنجا که داده‌ها فصلی هستند، برای هر سهم میانگین قیمت مبادلاتی آن در طول هر فصل لحاظ شده است. متغیر مستقل پژوهش حجم معاملات اختیار است که با نماد (OPT) نشان داده می‌شود. حجم معاملات اختیار به‌صورت فصلی محاسبه شده و مقدار آن نیز به‌صورت لگاریتمی در مدل لحاظ شده است.

علاوه‌براین، دو متغیر نرخ ارز و ارزش‌افزوده بخش صنعت به‌عنوان متغیرهای کنترلی در مدل وارد شده‌اند. نرخ ارز که با نماد (EX) مشخص شده، براساس نرخ ارز بازار غیررسمی در نظر گرفته شده است و بر اساس شواهد تجربی، از جمله عوامل مؤثر بر قیمت سهام محسوب می‌شود. متغیر ارزش‌افزوده بخش صنعت نیز با نماد (IND) وارد مدل شده است. هر دو متغیر مزبور با ارزش ریالی خود و به‌صورت لگاریتمی در معادله استفاده شده‌اند.

داده‌های مورد استفاده پژوهش مربوط به دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ است که به صورت فصلی استخراج شده است. چهار متغیر اصلی پژوهش عبارت‌اند از: قیمت سهام بر حسب ریال (به صورت تعدیل شده متناسب با افزایش سرمایه یا سایر تغییرات بنیادی)، حجم معاملات اختیار سهام بر حسب میلیون قرارداد، نرخ ارز بازار آزاد غیررسمی بر حسب ریال، و ارزش افزوده بخش صنعت بر حسب میلیارد ریال به قیمت‌های جاری.

۲-۲. تصریح مدل

این پژوهش با استفاده از یک الگوی مناسب و به کارگیری داده‌های پنل فصلی در حوزه معاملات اختیار بازار خودرو، به بررسی رابطه میان قیمت سهام، حجم معاملات اختیار، نرخ ارز و میزان تولید صنعت در کشور می‌پردازد. به منظور تحلیل تأثیر حجم معاملات اختیار بر قیمت سهام، از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\ln SPR_{i,t} = \ln OPT_{i,t} + \ln IND_{i,t} + \ln EX_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{رابطه (۱):}$$

OPT: لگاریتم حجم معاملات اختیار SPR: لگاریتم قیمت سهام^{۱۲}

EX: لگاریتم نرخ ارز غیررسمی^{۱۳} IND: لگاریتم ارزش افزوده بخش صنعت^{۱۴}

مدل یادشده برای یک مدل پانل ساده کاربرد دارد؛ اما زمانی که هدف، بهره‌گیری از مزایای روش خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی پانلی باشد، ساختار مدل به صورت دیگری تعریف می‌شود که در ادامه به آن پرداخته خواهد شد.

۲-۳. مدل خودرگرسیو با وقفه‌های توزیعی پانلی

در اغلب مدل‌های رگرسیونی، شرط اصلی برای برآورد مدل، مانایی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش است. با این حال، پسران و شین^{۱۵} (۱۹۹۸م) روش ARDL را ارائه

۱۲. Stock Price

۱۳. Exchange Rate

۱۴. Industry

۱۵. Pesaran & Shin

کردند که براساس آن می‌توان از ترکیبی از متغیرهای مانا در سطح I (۰) و متغیرهای مانا در تفاضل مرتبه اول I (۱) به‌طور هم‌زمان استفاده کرد. این رهیافت برای مدل‌های رگرسیونی با داده‌های پنلی نیز قابل تعمیم است و مزایایی دارد؛ ازجمله اینکه در مدل‌هایی با تعداد اندک مشاهدات سری زمانی نیز قابل استفاده است (Ahmed, Uddin & Sohag, 2016).

رهیافت خودرگرسیونی با وقفه‌های توزیعی پانلی دارای سه ساختار متفاوت برای تخمین مدل است که هر سه از برآوردگر حداکثر راست‌نمایی استفاده می‌کنند. این سه ساختار عبارت‌اند از:

(۱) روش میان‌گروهی^{۱۶}،

(۲) روش میان‌گروهی تلفیقی^{۱۷}،

(۳) روش اثرات ثابت پویا^{۱۸}.

در روش اول ضرایب بلندمدت از طریق میان‌گیری ساده از ضرایب بلندمدت برآورد شده برای هر مقطع محاسبه می‌شود (Pesaran & Smith, 1995). به عبارتی در این روش برای هر مقطع، یک رگرسیون جداگانه برآورد می‌شود و بعداً آنکه ضرایب به دست آمد، با میانگین‌گیری ساده از تمامی مقاطع، یک ضریب کلی برای مدل محاسبه می‌شود. از پیامدهای این روش این است که ضرایب کوتاه‌مدت و بلندمدت، ناهمگن خواهند بود و برای هر مقطع به نسبت مقطع دیگر کاملاً متفاوت خواهد بود (Chaitip et al, 2015).

در روش میانگین‌گروهی تلفیقی (PMG)، ضرایب بلندمدت برای تمام مقاطع همگن در نظر گرفته می‌شود؛ اما ضرایب کوتاه‌مدت در میان مقاطع مختلف ناهمگن است (Pesaran & Smith, 1999). در روش DEF، هم ضرایب بلندمدت و هم

۱۶. Mean Group (MG)

۱۷. Pooled Mean Group (PMG)

۱۸. Dynamic Fixed Effect (DFE)

ضرایب کوتاه‌مدت همگن هستند و سرعت تعدیل ضرایب کوتاه‌مدت نسبت به روش قبلی کمتر است. با این حال، این روش با چالش‌هایی همچون اریب‌بودن هم‌زمان معادلات روبه‌روست (Baltagi & Kao, 2001).

در مقایسه این روش‌ها و تعیین کاراترین آن‌ها، پسران و دیگران (۱۹۹۰م) نشان دادند که با فرض شیب همگن در بلندمدت، روش میانگین‌گروهی تلفیقی (PMG) از سایر روش‌ها کارایی بیشتری دارد (مستولی‌زاده و سلیمی، ۱۳۹۹). به عبارت دیگر، مدل PMG رویکردی مناسب برای برآورد مدل‌های داده‌های تابلویی در حضور متغیرهای I(۱) و وجود رابطه بلندمدت میان متغیرهاست.

این روش مزیتی مهم نسبت به روش‌های اثرات ثابت و تصادفی دارد؛ زیرا اجازه می‌دهد ضرایب کوتاه‌مدت در میان مقاطع مختلف (مانند کشورها یا استان‌ها) متفاوت باشند، در حالی که ضرایب بلندمدت مشترک فرض می‌شود؛ امری که با واقعیت‌های اقتصادی تطابق بیشتری دارد. افزون بر این، برخلاف روش‌های IV و GMM که عمدتاً برای رفع مشکل درون‌زایی یا وجود متغیرهای ابزاری به کار می‌روند و بیشتر بر تحلیل‌های کوتاه‌مدت تمرکز دارند، مدل PMG به‌طور خاص برای تحلیل‌های ترکیبی کوتاه‌مدت و بلندمدت طراحی شده است و بدون نیاز به ابزارهای خارجی، همگرایی بلندمدت و پویایی کوتاه‌مدت را به‌طور هم‌زمان در نظر می‌گیرد. به همین دلایل، و با توجه به ساختار داده‌ها و اهداف پژوهش، استفاده از روش PMG از کارایی و دقت بالاتری برخوردار است (Pesaran & Shin, 1999).

مدل تصحیح خطا (ECM) نیز به شرح ذیل قابل تعریف است:

$$\Delta \ln SPR_{i,t} = \delta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_{1i} \Delta \ln OPT_{i,t} + \sum_{j=0}^q \delta_{2j} \Delta \ln IND_{i,t} + \sum_{k=0}^m \delta_{3k} \Delta \ln EX_{i,t} + \theta ECM_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۲):}$$

۲-۴. آزمون‌های مدل

پیش از برآورد مدل ARDL، بررسی ایستایی متغیرها ضروری است. شرط لازم برای استفاده از این مدل آن است که متغیرهای مورد مطالعه همگی از مرتبه هم‌جمعی صفر یا یک باشند (یعنی $I(0)$ یا $I(1)$) و هیچ‌یک $I(2)$ نباشند؛ چراکه در این صورت تخمین مدل ARDL معتبر نخواهد بود (Nkoro & Uko, 2016).

در این پژوهش از دو آزمون رایج ایستایی داده‌های پانلی استفاده شده است:

- آزمون لوین، لین و چو (LLC): این آزمون فرض صفر را بر مبنای وجود ریشه واحد در تمام مقاطع برقرار می‌کند (Levin et al., 2002).
- آزمون ایم، پسران و شین (IPS): این آزمون فرض صفر را بر مبنای وجود ریشه واحد در برخی مقاطع (و نه لزوماً همه) طراحی کرده و از انعطاف‌پذیری بیشتری برخوردار است (Im et al., 2003).

ترکیب این دو آزمون به پژوهشگر امکان می‌دهد با اطمینان بیشتری درباره مرتبه هم‌جمعی متغیرها قضاوت کند.

در مرحله بعد، برای اطمینان از وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرها، آزمون‌های هم‌انباشتگی مناسب برای داده‌های پانلی به‌کار گرفته می‌شود. در این پژوهش از آزمون پسران، شین و اسمیت (PSS) به‌منظور بررسی وجود رابطه هم‌انباشتگی میان متغیر وابسته (قیمت سهام) و متغیرهای توضیحی از جمله حجم اختیار معامله استفاده شده است (Pedroni, 1999; Pesaran et al., 2001).

در صورت تأیید وجود رابطه هم‌انباشتگی، ضریب ϕ_i در مدل ARDL که بیانگر سرعت تعدیل به تعادل بلندمدت است، باید منفی و معنادار باشد.

همچنین، برای انتخاب بین دو روش PMG و MG، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. فرض صفر این آزمون دال بر برتری روش PMG است؛ زیرا فرض می‌کند ضرایب بلندمدت بین گروه‌ها همگن هستند. در صورتی که فرض صفر رد شود، به

معنای ناهمگن بودن ضرایب بلندمدت بوده و استفاده از روش MG مناسب تر خواهد بود (Hausman, 1978).

۳. یافته‌های پژوهش

۳-۱. آمار توصیفی

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، در این پژوهش از داده‌های مربوط به پنج شرکت خودرویی پذیرفته‌شده در بورس که دارای معاملات اوراق مشتقه هستند، استفاده شده است. چهار متغیر اصلی پژوهش عبارت‌اند از: قیمت سهام بر حسب ریال، حجم معاملات اختیار آن سهام بر حسب میلیون قرارداد، نرخ ارز در بازار آزاد بر حسب ریال و ارزش افزوده بخش صنعت بر حسب میلیارد ریال.

جدول (۱): آمار توصیفی

متغیرها	SPR	OPT	IND	EX
	قیمت سهام	حجم معاملات اختیار	ارزش افزوده صنعت	نرخ ارز
میانگین	۱۷۲۵	۱۱۷۵۹	۲۴۰۶۲۸.۳	۱۸۳۷۳۲.۵
ماکزیمم	۱۰۷۵۲	۳۴۰۴۴۰	۲۸۲۸۴۰.۰	۵۳۸۰۰۰
مینیمم	۱۰۹	۰	۲۲۲۳۳۷.۰	۳۷۴۲۰
انحراف از معیار	۱۹۳۰	۴۰۵۱۴	۱۴۴۶۴.۷۱	۱۲۳۳۷۶.۸
Jarque-Bera	۱۷۲.۲۳	۷۶۰.۱	۳۱.۳۶	۱۹.۲۵
Probability	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۶۶
تعداد مشاهده	۱۲۰	۱۲۰	۱۲۰	۱۲۰

منبع: (یافته‌های پژوهش)

۳-۲. آزمون‌های مدل

پیش از برآورد مدل، مانایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. در این بخش، آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو^{۱۹} بر روی مقادیر سطح متغیرها اجرا شده است:

۱۹. Levin, Lin & Chu

جدول (۱): نتایج آزمون مانایی متغیرها لوین، لین و چو

نماد	متغیرها	نتیجه p -value (prob)	نتیجه آزمون
EX	نرخ ارز	۱.۰۰	نامانا
IND	ارزش افزوده صنعت	۰.۹۹	نامانا
OPT	حجم معاملات اختیار	۰.۰۲	مانا
SPR	قیمت سهم	۰.۳۹	نامانا

منبع: (یافته‌های پژوهش)

همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد، به جز حجم معاملات اختیار، تمامی متغیرها نامانا هستند و لازم است آزمون مانایی برای تفاضل مرتبه اول این متغیرها اجرا شود. از این‌رو، متغیرهایی که در سطح مانا نیستند، مجدداً براساس تفاضل مرتبه اول مورد آزمون قرار گرفته‌اند:

جدول (۲): آزمون مانایی برای تفاضل مرتبه اول متغیرها

نام اختصاری	متغیرها	نتیجه p -value (prob)	نتیجه آزمون
EX	نرخ ارز	۰.۰۰۰۳	مانا
IND	ارزش افزوده صنعت	۰.۰۰۸	مانا
SPR	قیمت سهم	۰.۰۰	مانا

منبع: (یافته‌های پژوهش)

اجرای آزمون مانایی بر تفاضل مرتبه اول متغیرها نشان می‌دهد که همه متغیرها در این مرحله مانا هستند؛ بنابراین در مدل، سه متغیر از نوع I (۱) و یک متغیر از نوع I (۰) وجود دارد. بر این اساس و با توجه به داده‌های پژوهش، امکان استفاده از مدل ARDL پانلی فراهم است.

برای بررسی قابلیت تلفیق داده‌ها، دو آزمون همگنی و هاسمن انجام شده است. آزمون همگنی به منظور تعیین برابری عرض از مبدأها (Pooled Data) در مقایسه با

۲۰. این متغیر بر اساس آزمون Fisher Chi-square - PP مانا در تفاضل مرتبه اول و در آزمون Levin, Lin & Chu در فاصله اطمینان ۱۰ درصد ماناست.

حالت تفاوت در عرض از مبدأ (Panel Data) و با استفاده از آماره F صورت گرفته است. همچنین، آزمون هاسمن به منظور انتخاب بین روش‌های PMG و MG به کار رفته که نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است (مستولی‌زاده و سلیمی، ۱۳۹۹).

جدول (۳): نتایج آزمون همگنی و هاسمن

آزمون همگنی		آزمون هاسمن	
آماره F	Prob	آماره chi-sq	Prob
۸.۳۹	۰.۰۰۰۰۰	۰	۱.۰۰۰۰

منبع: (یافته‌های پژوهش)

با توجه به نتایج آزمون همگنی، مقدار آماره F برابر با ۸.۳۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۰.۰۱ است که بیانگر رد فرضیه برابری عرض از مبدأها و تأیید استفاده از داده‌های پانلی^{۲۱} به جای داده‌های تلفیقی^{۲۲} است. همچنین نتایج آزمون هاسمن با مقدار آماره کای‌دو صفر و سطح معناداری ۱.۰۰۰ حاکی از عدم معناداری تفاوت میان برآوردهای روش‌های PMG و MG بوده و برتری روش PMG برای برآورد مدل را نشان می‌دهد.

بنابراین، با توجه به مانایی متغیرها، ساختار پانلی داده‌ها و نتایج آزمون‌های همگنی و هاسمن، استفاده از مدل خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی پانلی^{۲۳} با رویکرد PMG توجیه‌پذیر و مناسب است.

۳. تخمین پارامترهای مدل و تحلیل یافته‌ها

از آنجا که داده‌های پژوهش بیش از ۱۰۰ مشاهده است، از معیار اطلاعات آکائیک (AIC) برای انتخاب مدل استفاده شده است. بر اساس نتایج به دست آمده، یک مدل

۲۱. Panel Data
۲۲. Pooled Data
۲۳. Panel ARDL

PMG با وقفه‌های (۱,۳,۳,۳) به‌ترتیب برای متغیرهای EX, SPR, IND و OPT انتخاب شد.

با در نظر گرفتن مفروضات پیشین، برآورد پارامترهای مدل در دوره بلندمدت با استفاده از روش PMG در جدول (۵) خلاصه شده است.

جدول (۴): نتایج تخمین بلندمدت

متغیر	ضریب	STD. ERROR	T-STATISTIC	PROB
OPT	۰.۰۱۸۵	۰.۰۰۳۷۹۹۸۲۱	۴.۸۷۴۶	۰.۰۰۰
EX	-۰.۰۹۲۱	۰.۰۱۳۹۶۰۷۵۲	-۶.۶۰۰۲	۰.۰۰۰
IND	-۰.۰۴۹۶	۰.۰۱۹۰۲۱۸۲	-۲.۶۰۸۴	۰.۰۱۰

منبع: (یافته‌های پژوهش)

نتایج برآورد بلندمدت پارامترهای مدل نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش معنادار هستند. متغیر OPT که بیانگر ارزش معاملات اختیار است، اثر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد. با توجه به اینکه مقدار p-value برای متغیر OPT بسیار کمتر از ۰/۰۱ (در حد صفر تا سه رقم اعشار) است، می‌توان گفت که اثر این متغیر در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. به‌عبارت دیگر، احتمال اینکه این اثر ناشی از خطای نمونه‌گیری و به‌صورت تصادفی رخ داده باشد، تقریباً صفر است؛ بنابراین این یافته از نظر آماری کاملاً قابل اتکا است.

این نتایج بیانگر آن است که، اولاً قیمت سهام از بازار مشتقه و معاملات آن تأثیر می‌پذیرد و فرضیه اصلی پژوهش مبنی بر تأثیر بازار مشتقه بر بازار دارایی پایه تأیید می‌شود؛ ثانیاً رابطه میان حجم معاملات و قیمت سهام، رابطه‌ای مثبت است. به این معنا که با افزایش معاملات در بازار مشتقه، سیگنال‌های مثبتی به بازار سهام مخابره می‌شود که این امر به افزایش قیمت سهام منجر می‌گردد. در نتیجه، می‌توان گفت علی‌رغم

کوچک بودن بازار مشتقه در ایران، این بازار بر قیمت سهام اثرگذار است و فعالان بازار از معاملات این بخش تأثیر می‌پذیرند.

از منظر نظری نیز این یافته با ادبیات موجود هم‌راستا است. براساس نظریه‌های اطلاعاتی در بازارهای مالی، افزایش فعالیت در بازار مشتقه (مانند قراردادهای اختیار خرید و فروش) نشان‌دهنده افزایش حضور سرمایه‌گذاران آگاه یا رشد انتظارات نسبت به نوسانات مثبت آتی دارایی پایه است. چنین معاملاتی می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود نقدشوندگی بازار منجر شود و در نهایت رشد قیمت سهام را به دنبال داشته باشد. همچنین این یافته را می‌توان در چارچوب مبانی نظری و کانال‌های پنج‌گانه‌ای که پیش‌تر در پژوهش تشریح شد، تحلیل کرد:

۱) کانال فشار بازار ناشی از پوشش ریسک: افزایش حجم معاملات، به‌ویژه در

اختیارهای خرید، می‌تواند موجب افزایش تقاضا برای سهام پایه شود؛ زیرا فروشندگان اختیار (به‌خصوص بازارگردانان یا سرمایه‌گذاران نهادی) برای پوشش ریسک تعهدات خود ناگزیر به خرید سهم پایه هستند. این پدیده در صنعت خودرو که سهم قابل توجهی از بازار مشتقه را به خود اختصاص داده است، به‌وضوح مشاهده می‌شود و نهایتاً به فشار تقاضا و رشد قیمت سهام منجر خواهد شد.

۲) کانال نوسانات ضمنی و انتظارات بازار: افزایش حجم معاملات اختیار می‌تواند

حاکمی از رشد انتظارات فعالان بازار نسبت به نوسانات آتی یا افزایش قیمت‌ها باشد. این انتظارات غالباً در قالب افزایش تقاضا برای سهام در بازار نقدی بروز کرده و مستقیماً قیمت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۳) کانال سیگنال‌دهی بازار مشتقه: معامله‌گران اغلب از حجم معاملات اختیار

به‌عنوان یک سیگنال پیش‌نگر نسبت به تحرکات آتی سهم استفاده می‌کنند. افزایش قابل توجه حجم اختیار خرید می‌تواند به‌عنوان سیگنالی تلقی شود که

انتظار رشد قیمت را القا می‌کند و این باور، رفتار خرید سایر فعالان بازار را تحریک خواهد کرد. چنین سیگنالی به‌ویژه در صنعت خودرو می‌تواند تقاضا برای سهم را افزایش داده و قیمت را بالا ببرد.

۴) **سازوکار تسویه فیزیکی قراردادهای اختیار:** بسیاری از قراردادهای اختیار در بازار سرمایه ایران دارای ماهیت فیزیکی هستند. به همین دلیل، نزدیک به سررسید، طرفین قرارداد باید نسبت به تهیه یا واگذاری سهم پایه اقدام کنند. در شرایطی که حجم معاملات اختیار بالا باشد، این فرآیند می‌تواند بر عرضه و تقاضای واقعی سهم اثر گذاشته و موجب نوسانات قیمتی در بازار نقدی شود.

۵) **ریسک نقطه پایان:** هرچند از منظر نظری امکان اعمال فشارهای قیمتی و بروز «ریسک نقطه پایان» نیز مطرح است، اما یافته‌های این پژوهش که نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار میان حجم اختیار و قیمت سهام است، حاکی از آن است که اثر مثبت معاملات اختیار در این بازار عمدتاً مبتنی بر منطق پوشش ریسک و بهبود نقدشوندگی است، نه دست‌کاری قیمت. در واقع، در بازار مشتقه ایران که هنوز عمق کافی را نیافته است، قدرت اثرگذاری یک‌جانبه بازیگران دست‌کاری‌گر محدود بوده و اثر غالب همان اثرات اطلاعاتی و نقدشوندگی است.

در جمع‌بندی می‌توان گفت که یافته مثبت پژوهش درباره اثر حجم اختیار سهام بر قیمت بازاری سهم پایه، با مبانی نظری چندوجهی کاملاً سازگار است. اثر مثبت مشاهده‌شده در وهله نخست از کانال فشار تقاضا و پوشش ریسک ناشی می‌شود، اما در کنار آن، سیگنال‌دهی اطلاعاتی، نوسانات ضمنی و شرایط تسویه فیزیکی قراردادها نیز نقش مکمل داشته‌اند. بنابراین نتیجه پژوهش، ضمن تأیید وجود رابطه، شدت و جهت آن را نیز به نفع اثرگذاری مثبت تفسیرپذیر می‌سازد.

در خصوص متغیر EX یا نرخ ارز، رابطه میان این متغیر با قیمت سهام منفی و معنادار است. به بیان دیگر، با افزایش نرخ ارز، قیمت سهام شرکت‌های خودرویی کاهش می‌یابد. رابطه نرخ ارز و قیمت سهام در ایران ماهیتی دو وجهی دارد. در وجه نخست، افزایش نرخ ارز می‌تواند ارزش انتظاری دارایی‌های شرکت‌ها را بالا ببرد و از این منظر باید به رشد قیمت سهام منجر شود. وجه دوم اما به شرایطی اشاره دارد که با افزایش قیمت ارز، هزینه مواد اولیه شرکت‌ها بالا می‌رود، اما به دلیل سرکوب قیمتی، امکان افزایش قیمت محصولات وجود ندارد و در نتیجه شرکت‌ها متحمل زیان می‌شوند. در اقتصاد ایران و به‌ویژه در صنعت خودرو، وجه دوم محتمل‌تر و واقعی‌تر است؛ زیرا با افزایش نرخ ارز، بهای قطعات خودرو به‌ویژه قطعات وارداتی بالا می‌رود و شرکت‌ها باید برای واردات، مبلغ بیشتری پرداخت کنند. از سوی دیگر، تعیین قیمت خودرو بر عهده شورای رقابت است و معمولاً قیمت‌ها متناسب با افزایش نرخ ارز رشد نمی‌کند؛ بنابراین شرکت‌ها وارد فاز زیان‌دهی شده و این موضوع بر قیمت سهام اثر منفی می‌گذارد. نتایج این پژوهش نیز وجه دوم را تأیید می‌کند، به‌خصوص در دوره مورد مطالعه یعنی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ که بازار خودرو در ایران با شرایط ویژه‌ای روبه‌رو بوده است.

ضریب متغیر کنترلی ارزش‌افزوده بخش صنعت (IND) برابر با -0.0496 و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است ($P=0.010$) که نشان‌دهنده وجود یک رابطه منفی و معنادار میان تحولات ارزش‌افزوده بخش صنعت و قیمت سهام شرکت‌های خودرویی است. لازم به ذکر است که متغیر IND در این پژوهش صرفاً به‌عنوان یک متغیر کنترلی برای لحاظ شرایط کلی بخش صنعت کشور در مدل وارد شده و نماینده مستقیم عملکرد صنعت خودرو نیست. از آنجا که سهم صنعت خودرو در کل ارزش‌افزوده بخش صنعت کمتر از ۵ درصد است، تفسیر رابطه این متغیر با قیمت سهام باید با احتیاط انجام شود. نتایج به‌دست‌آمده می‌تواند نشان‌دهنده نوعی واگرایی میان

روند کلی بخش صنعت و عملکرد بازار سرمایه در صنعت خودرو باشد، به‌ویژه در شرایطی که افزایش تولید صنعتی الزاماً بهبود وضعیت مالی شرکت‌های خودروساز را در پی ندارد.

یافته‌ها نشان می‌دهد همه متغیرهای پژوهش معنادار و دارای اثرگذاری بلندمدت بر قیمت سهام هستند؛ به‌ویژه حجم معاملات در بازار اختیار که متغیر اصلی پژوهش بوده است. نتایج برآورد مدل دلالت بر آن دارد که با افزایش حجم معاملات اختیار، فعالان بازار دارایی پایه از بازار مشتقه سیگنال‌های مثبت دریافت می‌کنند و در نتیجه اثر آن بر قیمت سهام مثبت است.

افزون بر نتایج بلندمدت، تخمین پارامترها برای دوره کوتاه‌مدت نیز اهمیت دارد. برآورد ضرایب کوتاه‌مدت نشان می‌دهد که ضریب COINTEQ به‌عنوان شاخص سرعت تعدیل عدم تعادل‌های کوتاه‌مدت تا بازگشت به تعادل بلندمدت برابر با ۰.۴۷- و معنادار است. این امر بیانگر آن است که در صورت خروج از تعادل بلندمدت، در هر دوره حدود ۴۷ درصد از عدم تعادل تعدیل شده و نهایتاً سیستم به تعادل بازمی‌گردد.

جدول (۵): نتایج تخمین کوتاه‌مدت (Mean-Group)

متغیر	ضریب	STD. ERROR	T-STATISTIC	PROB
COINTEQ	-۰.۴۷۶	۰.۱۳۶	-۳.۵۰۱	۰.۰۰۰

منبع: (یافته‌های پژوهش)

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هرچند رابطه میان میزان معاملات در بازار مشتقه و قیمت دارایی پایه پیچیده و چندوجهی است، مرور تحقیقات پیشین نشان می‌دهد که این معاملات به‌طور بالقوه و بالفعل می‌توانند بر قیمت دارایی پایه اثرگذار باشند. این موضوع در برخی بورس‌های اوراق بهادار و بازارهای مشتقه متناظر در سطح جهان آزمون شده و نتایج روشنی

به دست آمده است؛ اما در مورد بورس اوراق بهادار ایران تاکنون به طور تجربی بررسی نشده بود.

بر مبنای مبانی نظری، فرضیه اصلی پژوهش بر این اساس شکل گرفت که رابطه میان میزان معاملات در بازار مشتقه و قیمت سهام، مثبت و معنادار است. در این مقاله، این فرضیه در بورس اوراق بهادار تهران آزمون شد؛ به طوری که شرکت های خودرویی فعال در بورس به عنوان مورد مطالعاتی انتخاب شدند و داده های فصلی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ با استفاده از روش Panel ARDL تجزیه و تحلیل گردید.

نتایج پژوهش ضمن تأیید فرضیه فوق نشان می دهد که میزان معاملات در بازار مشتقه سهام، اثر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد. به بیان دیگر، با افزایش حجم معاملات در بازار اوراق مشتقه، قیمت سهام تحت تأثیر قرار گرفته و افزایش می یابد. این بدان معناست که قیمت سهام در بورس تهران، در کنار سایر متغیرهای مؤثر، از معاملات بازار مشتقه نیز تأثیر می پذیرد.

با این حال، کوچک بودن و عمق بسیار پایین بازار مشتقه در ایران می تواند زمینه ساز استفاده های فرصت طلبانه و دست کاری در بازار سهام باشد.

توصیه سیاستی

با توجه به عمق پایین بازار مشتقه در بورس اوراق بهادار تهران و اثبات تأثیرپذیری بازار سهام از این معاملات، ضروری است نظارت بر عملکرد اوراق مشتقه به منظور جلوگیری از دست کاری در بازار و اثرگذاری نامطلوب بر قیمت سهام، تشدید شود.

محدودیت های پژوهش

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر حجم معاملات اختیار سهام بر قیمت بازاری سهام در صنعت خودرو، گامی اولیه در جهت تحلیل اثرگذاری بازار مشتقه بر بازار نقدی بورس اوراق بهادار تهران برداشته است. با وجود تلاش برای طراحی دقیق مدل و

بهره‌گیری از روش‌شناسی اقتصادسنجی پانلی، برخی محدودیت‌ها وجود دارد که تفسیر و تعمیم نتایج را نیازمند احتیاط می‌سازد.

○ نخست آنکه به دلیل نوپا بودن بازار اختیار سهام در ایران و آغاز رسمی معاملات آن در سال‌های اخیر، داده‌های تاریخی کامل، پیوسته و ساختاریافته در این حوزه محدود بوده و جمع‌آوری اطلاعات خام با دشواری‌های متعددی همراه بوده است. بخش عمده‌ای از داده‌های مربوط به حجم معاملات قراردادهای اختیار به صورت غیرمتمرکز و با فرمت‌های ناهمگون در منابع مختلف منتشر شده که استخراج، پاک‌سازی و تطبیق آن‌ها با داده‌های قیمت سهام مستلزم صرف زمان و دقت بالایی بوده است.

○ دوم آنکه عمق و نقدشوندگی بازار مشتقه در بورس تهران همچنان در مراحل ابتدایی توسعه قرار دارد و تعداد شرکت‌هایی که معاملات فعال اختیار سهام در آن‌ها صورت می‌گیرد محدود است. از این رو جامعه آماری پژوهش با محدودیت‌هایی در تعداد مشاهدات روبه‌رو بوده که می‌تواند قدرت تعمیم نتایج به سایر صنایع یا کل بازار سرمایه را کاهش دهد.

همچنین به دلیل فقدان داده‌های دقیق در مورد ویژگی‌های قراردادهای (از جمله نوع قرارداد اختیار خرید یا فروش، در سود یا زیان بودن، سررسید و قیمت اعمال)، این پژوهش ناگزیر از استفاده از شاخص کلی حجم معاملات اختیار بوده است. تفکیک دقیق‌تر انواع قراردادهای می‌توانست به تحلیل عمیق‌تر کانال‌های اثرگذاری میان بازار مشتقه و بازار نقدی کمک کند.

ملاحظات حقوقی
- پیروی از اصول حقوقی تمامی اصول اخلاق در این مقاله رعایت شده است. - تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله تعارض منافع ندارد.
بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله مستخرج از پایان‌نامه، رساله و طرح پژوهشی نیست.

کتابنامه

- ۱) اجاقی، سید احمد؛ فیض‌پور، محمد؛ انصاری سامانی، حبیب‌الله؛ و یآوری، کوروش (۱۴۰۴). بررسی راهبردهای معاملاتی در مبادله اختیار خرید سهام‌های ریلی و تحلیل فرصت‌های سوداگری. *سیاست‌گذاری اقتصادی*، ۱۷(۳۳)، ۱۵۱-۱۷۹. DOI: [10.22034/epj.2024.20854.2533](https://doi.org/10.22034/epj.2024.20854.2533)
- ۲) پیمانی، محمد؛ سرگلزایی، مهدی؛ و مصفا، احسان (۱۴۰۳). ارزش‌گذاری اوراق اختیار معامله به روش درخت دوجمله‌ای تحت عدم قطعیت نایتی و هزینه معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۵(۵۹)، ۱۶۸-۱۸۸.
- ۳) چهره‌نژاد، صادق؛ لطفی، علی؛ و اندرز، داود (۱۴۰۲). بررسی امکان به‌کارگیری قراردادهای مشتقه در بازارهای مالی از منظر فقهی و حقوقی. *مطالعات فقه اقتصادی*، ۴(۴)، ۱۴۶-۱۶۶.
- ۴) راعی، رضا؛ و سعیدی، علی (۱۳۸۳). *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*. ایران، تهران. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- ۵) رحیمیان، نظام‌الدین؛ خوزین، علی؛ و محمدی، جمال (۱۳۹۸). تأثیر بازده سهام و نوسان شاخص بورس بر روی حجم معاملات اوراق اختیار فروش تبعی. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)*، ۱۲(۴۲)، ۱۸۱-۱۹۳.
- ۶) کاشیان، عبدالمحمد؛ و پارسا، الهام (۱۴۰۰). تحلیل اختیار باینری از جنبه اقتصادی و فقهی. *تحقیقات مالی اسلامی*، ۱۱(۱)، ۲۲۷-۲۵۸. DOI: [10.30497/ifr.2021.241402.1651](https://doi.org/10.30497/ifr.2021.241402.1651)
- ۷) محمدی، رضا (۱۴۰۲). تأثیر بیمه بر کاهش ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. *مدیریت، حسابداری و اقتصاد*، ۴، ۳۱۳-۳۲۵.
- ۸) مستولی‌زاده، سید محمد؛ و سلیمی، لیلا (۱۳۹۹). رابطه شاخص پیچیدگی اقتصادی و شاخص توسعه کشورهای توسعه‌یافته و درحال‌توسعه. *تحقیقات اقتصادی*، ۵۵(۴)، ۸۵۳-۸۸۶.
- ۹) مهدوی کلیشمی، غدیر؛ و نیکان، لیلی (۱۳۸۷). *اقتصاد مالی*. ایران، تهران: دانشگاه خوارزمی.

۱۰) نصیری، کیوان؛ و عسکرزاده، غلامرضا (۱۴۰۲). تحلیل مقایسه‌ای کارایی مدل قیمت‌گذاری بلک- شولز و درخت دوجمله‌ای در معاملات اختیار خرید بورس اوراق بهادار تهران. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۴(۴۵)، ۲۵-۴۲.

Reference

- 1) Ahmed, A., Uddin, G. S., & Sohag, K. (2016). Biomass energy technological progress and the environmental Kuznets curve: Evidence from selected European countries. *Biomass and Bioenergy*, 90: 202-208.
- 2) Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). The impact of stock options on stock prices. *Journal of Finance*, 63(1), 1-33.
- 3) Baltagi, B.H. and Kao, C. (2001). *Nonstationary panels, cointegration in panels and dynamic panels: a survey*. (pp.7_51). Emerald Group Publishing Limited
- 4) Black, Fischer; Scholes, Myron (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities". *Journal of Political Economy*. 81 (3): 637-654.
- 5) Chen, X., Feng, Y., & Guo, J. (2023). The impact of stock option trading on short-term volatility. *Journal of Empirical Finance*, 77, 1-22.
- 6) Chaitip, P., Chokethaworn, K., Chaiboonsri, C., & Khounkhalax, M. (2015). Money supply influencing on economic growth - wide phenomena of AEC open region. *Procedia Economics and Finance*, 24, 108-115. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00626-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00626-7)
- 7) Daniel, K., & Hirshleifer, D. (2012). Market efficiency and stock returns under asymmetric information: The role of stock options. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 424-449.
- 8) Dong, J., Fan, Y., Huang, X., & Wu, J. (2022). The impact of index option trading on stock returns: Evidence from a global perspective. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 576-616.
- 9) Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- 10) Hilliard, J. E., Hilliard, J., & Wu, Y. (2025). Do short-lived options reveal information asymmetry? Evidence from open interest and volume signals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*.
- 11) Huang, H.-G., Tsai, W.-C., & Yang, J. J. (2024). Trading activity of VIX futures and options around FOMC announcements. *International Review of Financial Analysis*, 94, 103321.
- 12) Jianfeng Hu, (2014), Does option trading convey stock price information?, *Journal of Financial Economics*, 111(3), 625-645.
- 13) Kleinman, A., Das, V., & Lock, M. (1997). *Social Suffering*: University of California press.

- 14) Levin, A., Lin, C. F., & Chu, C. S. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- 15) Luo, Z., Tian, Y., & Wu, J. (2023). The role of stock options in price formation: Evidence from high-frequency data. *Journal of Financial Markets*, 51, 1-33.
- 16) MacKenzie, D., & Millo, Y. (2003). Constructing a market, performing theory: The historical sociology of a financial derivatives exchange. *American journal of sociology*, 109(1), 107-145.
- 17) Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation. *Journal of Statistical and Econometric Methods*, 5(4), 63-91.
- 18) Pan, J., & Potesman, A. M. (2006). The information in option volume for future stock prices. *The Review of Financial Studies*, 19(3), 871-908. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj024>
- 19) Pedroni, P. (1999). Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61(S1), 653-670.
- 20) Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1999). An autoregressive distributed-lag modelling approach to cointegration analysis. *Econometric Society Monographs*, 31:371-413.
- 21) Pesaran, M. H., & Smith, R. (1995). Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of econometrics*, 68: (1), 79-113.
- 22) Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- 23) Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634.
- 24) Ojāqi, S. A., Fayzpur, M., Anṣārī Sāmānī, H.-Allāh, & Yāvarī, K. (1404 SH/2025). Barrasī-ye Rāhbordhā-ye Mo'āmelāti dar Mobādāle-ye Ekhtiyār-e Kharid-e Sahāmhā-ye Rilī va Taḥlīl-e Forsathā-ye Sūdāgarī [Analysis of Trading Strategies in Exchange of Call Options on Railway Stocks and Speculative Opportunities]. *Siyāsāt-gozārī-ye Eqtesādī* [Economic Policy], 17(33), 151-179. <https://doi.org/10.22034/epj.2024.20854.2533> [in Persian].
- 25) Peymānī, M., Sargolẓā'ī, M., & Moṣaffā, E. (1403 SH/2024). Arzeṣ-gozārī-ye Orāq-e Ekhtiyār-e Mo'āmele be Reṣ-e Derakht-e Dojomle'ī Taht-e 'Adam-e Oqdat-e Nāyatī va Hazineh-ye Mo'āmelāt dar Būrs-e Orāq-e Bahādār-e Tehrān [Valuation of Options Using Binomial Tree under Knightian Uncertainty and Transaction Costs in Tehran Stock Exchange]. *Mohandesī-ye Mālī va Modīriyyat-e Orāq-e Bahādār*

- [Financial Engineering & Securities Management], 15(59), 168-188. [in Persian].
- 26) Cehreh-Nežād, Ş., Lotfī, 'A., & Andarz, D. (1402 SH/2023). Barrasī-ye Emkān-e Be-Kār-giri-ye Qardādhā-ye Moštāqe dar Bāzār-hā-ye Mālī az Manzar-e Feqhī va Hoqūqī [Feasibility of Using Derivative Contracts in Financial Markets from Jurisprudential and Legal Perspectives]. Moṭāle'āt-e Feqh-e Eqtešādī [Jurisprudential Economic Studies], 4(4), 146-166. [in Persian].
 - 27) Rā'ī, R., & Sa'īdī, 'A. (1383 SH/2004). Mabānī-ye Mohandesī-ye Mālī va Modīriyyat-e Risk [Foundations of Financial Engineering and Risk Management]. Iran, Tehran: Sāzmān-e Moṭāle'eh va Tadvīn-e Kotob-e 'Olūm-e Ensānī Dānešgāhhā (SAMT). [in Persian].
 - 28) Raḥīmīān, Nežām-al-Dīn, Kūzīn, 'A., & Moḥammadī, J. (1398 SH/2019). Ta'sīr-e Bāzdah-e Sahām va Novsān-e Šākeš-e Būrs bar Hojm-e Mo'amelāt-e Orāq-e Ekhtiyār-e Forūš-e Taba'ī [Impact of Stock Returns and Index Volatility on Trading Volume of Put Warrants]. Dāneš-e Mālī Taḥlīl-e Orāq-e Bahādār (Moṭāle'āt-e Mālī) [Financial Knowledge & Securities Analysis (Financial Studies)], 12(42), 181-193. [in Persian].
 - 29) Kāšānī, 'A.-al-M., & Pārsā, E. (1400 SH/2021). Taḥlīl-e Ekhtiyār-e Bāynarī az Janbeh-ye Eqtešādī va Feqhī [Binary Option Analysis from Economic and Jurisprudential Perspectives]. Taḥqīqāt-e Mālī-ye Eslāmī [Islamic Financial Research], 11(1), 227-258. <https://doi.org/10.30497/ifr.2021.241402.1651> [in Persian].
 - 30) Moḥammadī, R. (1402 SH/2023). Ta'sīr-e Bīmeḥ bar Kaheš-e Risk-e Sarmāye-gozārī-ye Šerkathā [Impact of Insurance on Reducing Firms' Investment Risk]. Modīriyyat, Ḥesābdārī va Eqtešād [Management, Accounting and Economics], 4, 313-325. [in Persian].
 - 31) Mostowlī-zādeh, S. M., & Salīmī, L. (1399 SH/2020). Rabṭ-e Šākeš-e Pīčidegi-ye Eqtešādī va Šākeš-e Towse'e-ye Kešvarhā-ye Towse'a-yāfteh va Dar-ḥāl-e Towse'e [Relationship Between Economic Complexity Index and Development Index of Developed and Developing Countries]. Taḥqīqāt-e Eqtešādī [Economic Research], 55(4), 853-886. [in Persian].
 - 32) Mahdāvī Kalīšmī, Ġ., & Nīkān, L. (1387 SH/2008). Eqtešād-e Mālī [Financial Economics]. Iran, Tehran: Dānešgāh-e Kūwārazmī. [in Persian].
 - 33) Našīrī, K., & 'Askarezādeh, Ġ. (1402 SH/2023). Taḥlīl-e Moqāyese'ī-ye Kāre'ī-ye Model-e Qeymat-gozārī-ye Black-Scholes va Derakht-e Dojomle'ī dar Mo'amelāt-e Ekhtiyār-e Kharīd-e Būrs-e Orāq-e Bahādār-e Tehrān [Comparative Analysis of the Efficiency of Black-Scholes and Binomial Tree Pricing Models in Call Option Trading on Tehran Stock Exchange]. Mohandesī-ye Mālī va Modīriyyat-e Orāq-e

Bahādār [Financial Engineering & Securities Management], 14(45),
25-42. [in Persian].
34) <https://www.investopedia.com>

Contents

- **Estimating the Willingness to Endow in the Capital Market with Emphasis on the Proposed Structure of the Waqf Investment Fund and Its Determinants** 235
Saeed Farahanifard | Seyyed Reza Hosseini | Sanaz Rahimi*

- **Study of the Theory of the Unknown Owner of Bank Deposits Based on the Study of Intra-bank Money Creation** 271
Sadeq Elham | Seyyed Mohammad Mehdi Tadayyoneslami*

- **Analyzing the Most Effective Strategies for Regulators to Address Dark Trading in Islamic Capital Markets** 303
Mohammad Hossein Shariaty Nia | Hossein Hasanzadeh Sarvestani | Mohammad Ali Rezaei | Pouya Ahmady | Mahdi Sadeghi Shahdani*

- **Explaining the Jurisprudential and Executive Challenges of the Participation Contract in Iran's Banking System and Presenting the General Principles and Criteria for its Redesign** 359
*Mohammad Zarei Mahmoudabadi | Mahdi Roayaei**

- **Deposit Bonds at the Crossroads of Loan and Credit: A New Assurance Against the Erosion of Value with a Legal Perspective** 403
Alireza Ali Najimi | Nasrollah Jafari | Pegah Sarmadi*

- **The Impact of Stock Option Trading Volume on Stock Market Price in an Islamic Capital Market: A Case Study of the Automotive Industry** 431
AbdolMohammad Kashian | Seyyed Kazem Ebrahimi | Negin Ghasemi | Mohammad Ebrahim Taherian*

In the Name of Allah the Compassionate the Merciful

Islamic Finance Researches

32

Quarterly Journal of Islamic Finance Researches

Vol. 14 | No. 2 | Serial 32 | Winter 2025

In Cooperation With Iranian Association of Islamic Finance
and Support of Securities & Exchange Organization

Publisher: Imam Sadiq University

In Cooperation With Islamic Banking and Economic Studies Center of National Bank of Iran

Managing Director: Hosein Hasanzadeh Sarvestani Assistant Professor (Specialty: Financial Management)

Imam Sadiq University

Editor in Chief: Gholam Reza Mesbahi Moghaddam Professor (Expertise: Operations Research Management)

Imam Sadiq University

Manager Editorial: Abbas Pourhassan Yami

Editorial Board (In Alphabetical & Academic Rank Order):

Reza Tehrani

Professor (Expertise: Financial Management & Investment) Tehran University

Ali Rezaeian

Professor (Expertise: Organizational Behavior Management) Shahid Beheshti University

Fereydoon Rahnema Roudposhti

Professor (Expertise: Financial & Accounting) Islamic Azad University - Science & Research Branch

Gholam Reza Mesbahi Moghaddam

Professor (Expertise: Islamic Finance & Economics) Imam Sadiq University

Hasan Agha Nazari

Professor (Expertise: Islamic Economics & Islamic Law) Research Institute of Hawzah & University

Gholam Reza Goodarzi

Professor (Expertise: Operations Research Management) Imam Sadiq University

Mohammad Tohidi

Associate Professor (Expertise: Financial Management) Imam Sadiq University

Ali Saeedi

Associate Professor (Expertise: Finance Management & Accounting) Islamic Azad University -Tehran North Branch

Ahmad Shabani

Associate Professor (Expertise: Islamic Economics) Imam Sadiq University

Saeed Sehat

Associate Professor (Expertise: Risk Management & Insurance) Allameh Tabataba'i University

Mohammad Talebi

Associate Professor (Specialty: Financial Management) Imam Sadiq University

Gholam Ali Masuminia

Associate Professor (Expertise: Islamic Economics & Islamic Finance) Kharazmi University

Advisory Board:

Mohammad Hosin Ghavam

Assistant Professor (Expertise: Financial Management) Imam Sadiq University

Editor, Voter and Cover Designer: Abbas Pourhassan Yami

The Articles in this Publication do not Necessarily the Views of the University The Quotes Are Only Full References
Address: Imam Sadiq University, Modiriat Bridge, Shahid Chamran Highway, Tehran, Iran. P.O. Box: 14655-159

Scientific & Editorial Management: Islmaic Studies & Management Faculty, Telfax: +9821-88080733

Technical management and support: Deputy of Research & Technology, Telfax: +9821-88094915

Website: <https://ifr.isu.ac.ir> Main Email: ifr@isu.ac.ir Support Email(2): ifr.isujournals@gmail.com