

چاپ دوم

اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام

مؤلف:

مهدی نجفی

باسمه تعالی



قَيِّدُوا الْعِلْمَ بِالْكِتَابِ (رسول الله ع)

نجفی، مهدی

اخلاق و کارایی در بازار سهام / تألیف مهدی نجفی، تهیه و تنظیم: گروه مطالعاتی نظام مالی اسلامی مرکز تحقیقات (علی صالح آبادی). - تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، مرکز تحقیقات، ۱۳۸۳.

۲۶ص. - (گزارش تحقیقاتی)

توصیفگرها: بورس، اسلام، اخلاق اسلامی، اخلاق کسب و کار

شماره بازیابی: ۱۳۸۴-۳-۳۲

صفحه آرایبی: غفور بابایی

حروفچینی: مهرداد کریم پور

شماره گزارش: ۱۳۸۴-۳-۳۲

③ کلیه حقوق این اثر متعلق به مرکز تحقیقات است

③ آراء مندرج در این اثر، ضرورتاً آراء ناشر نیست

③ استفاده از این گزارش با ذکر منبع بلامانع است.

عنوان: اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام

تهیه و تنظیم: گروه مطالعاتی نظام مالی اسلامی مرکز تحقیقات (علی صالح آبادی)

تألیف: مهدی نجفی

حوزه مطالعاتی: مطالعات مالی - اسلامی

تاریخ تهیه: اسفندماه ۱۳۸۳

تاریخ انتشار (اول): بهار ۱۳۸۴

تاریخ انتشار (دوم): پاییز ۱۳۸۴

آدرس: تهران بزرگراه شهید چمران. پل مدیریت. دانشگاه امام صادق (ع). مرکز تحقیقات

نمابر: ۸۰۹۳۴۸۴

تلفن: ۸۰۸۳۷۹۴

E- mail: research @ isu.ac.ir

www. isu.ac.ir/research center.htm

صفحه	فهرست مطالب
۴	سخن ناشر.....
۵	۱- مقدمه.....
۵	۲- کارایی بازار سهام.....
۹	۳- اخلاق در بازار سهام.....
۱۲	۴- هنجارهای اخلاقی در بازار مالی اسلامی.....
۲۰	۵- اخلاق، کارایی و قوانین بازار سهام.....
۲۲	۶- نیاز به یک سیستم نظارت.....
۲۳	۷- نتیجه گیری.....

سخن ناشر

در بازار سهام اسلامی اخلاق و ارزشهای اسلامی نسبت به کارایی در اولویت قرار دارد از این رو این نگرانی در میان سیاستگذاران و قانون گذاران بوجود می‌آید که فرآیند اسلامی کردن ممکن است کارایی بازار را کاهش دهد. در این مقاله بیان می‌شود که هیچ رابطه معکوسی بین ارزشهای اسلامی و کارایی بازار وجود ندارد. بین ارزشهای اسلامی و کارایی بازار یک رابطه مستقیم برقرار است. تلاش برای حاکم کردن اخلاق اسلامی در بازار نهایتاً به افزایش کارایی منجر می‌شود. هنجارهای اخلاقی اسلامی از قبیل آزادی از ربا، غرر، غبن، جهالت، احتکار و ... با نظریات کارایی قابل شناسایی‌اند.

مرکز تحقیقات دانشگاه با توجه به اهمیت موضوع فوق‌الذکر و ضرورت تأمل هرچه بیشتر در این زمینه، انتشار مقاله حاضر را در دستور کار خود قرار داده است. مرکز امیدوار است با دریافت سایر نظرات اصلاحی و تکمیلی زمینه غنی شدن این حوزه مطالعاتی بیش از پیش فراهم آید.

دکتر اصغر افتخاری
رییس مرکز تحقیقات

۱- مقدمه:

فلسفه وجود بازار مالی این است که وجوه را از واحدهایی که وجه مازاد دارند به واحدهایی انتقال دهد که به وجه نقد نیاز دارند. این واحدها نیز وجوه اخذ شده را در امر تولید سرمایه‌گذاری می‌کنند و بنابراین بر ثروت جامعه افزوده می‌شود. افزایش کارایی^۱ بازار مالی هدف اولیه سیاستگذاران و قانونگذاران بازار است. هدف دیگر آنان حاکم کردن اخلاق^۲ و عدالت در بازار سهام می‌باشد. مشکلی که هم در مورد کارایی و هم در مورد اخلاق وجود دارد این است که دارای ابعاد مختلفی هستند و برای هر یک از آنها تعاریف متعددی در ادبیات وسیع بازار مالی شکل گرفته است. قوانین بازار سهام باید هم کارایی و هم اخلاق را بهبود بخشد. اما به هر حال در برخی موارد بین اخلاق و کارایی تضاد به وجود می‌آید. در این موارد از بین اخلاق و کارایی یکی انتخاب می‌شود و این انتخاب معمولاً به نفع کارایی صورت می‌گیرد.

اما در بازار سهام اسلامی هنجارهای اخلاقی نسبت به کارایی در اولویت قرار دارند و به هر نحو باید تحقق یابند. البته این به معنای عدم وجود کارایی در بازار سهام اسلامی نیست زیرا التزام به اخلاق مالی اسلامی باعث تحقق کارایی نیز می‌شود.

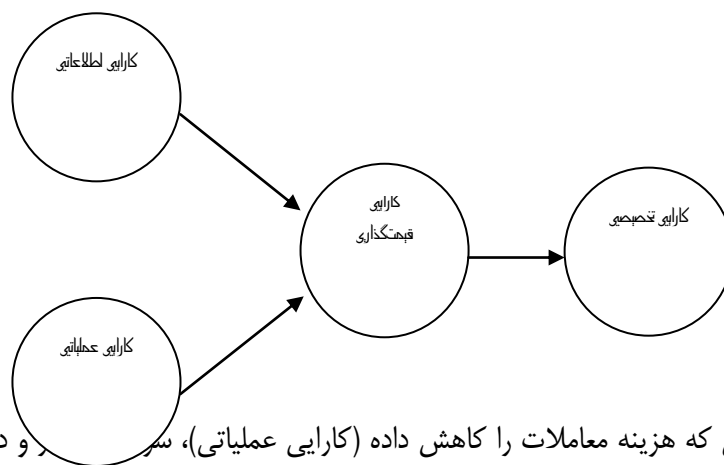
۲- کارایی بازار سهام

در ادبیات مالی معیارهای مشخصی جهت اندازه‌گیری کارایی بازار تعریف شده است. بازار سهام علاوه بر تأمین نقدینگی برای سهام صادر شده شرکت‌ها یک وظیفه مهم‌تر نیز برعهده دارد و آن ارزیابی مداوم شرکت‌ها و تخصیص وجوه بین آنهاست. قیمت‌های بازار سهام در حقیقت یک راهنما برای جریان یافتن وجوه به داخل شرکت‌هاست؛ به این صورت که وجوه بیشتر، به داخل شرکت‌هایی که سوددهی بیشتر و ریسک کمتری دارند جریان پیدا می‌کند. نظریه کارایی تخصیصی^۳ بیان می‌کند که وجوه باید به داخل شرکت‌های مطلوب راه یابد، بدین معنا که قیمت سهام این شرکت‌ها در بازار افزایش یابد. قیمت‌ها باید ارزش ذاتی سهم را منعکس کنند. بنابراین کارایی قیمت‌گذاری^۴ یعنی برابری قیمت سهام با ارزش ذاتی آن در هر لحظه، شرط لازم برای کارایی تخصیصی به شمار می‌آید.

تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی آن نیز هنگامی به وجود می‌آید که کارایی اطلاعاتی^۵ وجود داشته باشد. برای مثال در بازار ثانویه که سهام پیوسته مورد معامله قرار می‌گیرد، انتشار اطلاعات جدید در مورد سود یا ریسک شرکت ممکن است باعث تغییر ارزش ذاتی سهم شود. این تغییر ارزش یک تعدیل قیمت را به همراه

دارد. حال اگر بازار از لحاظ اطلاعاتی کارا باشد، این تعدیل قیمت بسیار سریع و دقیق خواهد بود. کارایی اطلاعاتی بدین معناست که هیچ وقفه‌ای در انتشار و دسترسی به اطلاعات وجود نداشته باشد و یکی از شرایط لازم جهت کارایی قیمت‌گذاری محسوب می‌شود. نظریه کارایی اطلاعاتی قوی بیان می‌کند که قیمت‌ها باید همه اطلاعات مربوط به شرکت را منعکس کنند. بنابراین حتی داشتن اطلاعات نهانی شرکت نیز باعث بدست آوردن هیچ گونه بازده اضافی نخواهد شد.^۶

کارایی عملیاتی^۷ شرط دیگر کارایی قیمت‌گذاری به شمار می‌آید. طبق نظریه کارایی عملیاتی، معاملات باید با کمترین هزینه ممکن انجام شود. هزینه بالای معاملات مانع از تعدیل سریع و دقیق قیمت می‌شود.



بنابراین هرگونه اقدامی که هزینه معاملات را کاهش داده (کارایی عملیاتی)، سرعت و دقت اطلاعات را افزایش دهد (کارایی اطلاعاتی) یا فرآیند پردازش اطلاعات توسط سهامداران را بهبود بخشد (کارایی قیمت‌گذاری)، گامی در جهت بهبود کارایی تخصیصی بازار به شمار می‌آید. بازار کارا، بازاری پایدار است که در تسلط سهامداران منطقی قرار دارد و احتمال نوسانات شدید قیمت در آن بسیار کم است.

ویژگی های بازار کارا

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

۱- در بازار کارا، شرایط بازار رقابتی حکمفرماست. نکته‌هایی از قبیل تعداد فراوان و کافی عرضه کننده و تقاضا کننده در بازار، آزاد بودن ورود و خروج به بازار برای همه مردم و نبودن مانع و شروط خاص برای این کار، شرط مهم حضور تعداد زیاد شرکت کننده در بازار است؛ یعنی بازار هنگامی کارا می‌شود که تعداد افرادی که اقدام به خرید و فروش می‌کنند، بسیار زیاد باشد.

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

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

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

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

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

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

۸- وجود رقابت یک شرط لازم برای کارایی است. در بسیاری از بازارهای عمده مالی جهان، علاوه بر تعداد زیاد معامله‌کننده، تعداد زیادی هم‌دلال و کارگزار و واسطه متخصص خرید و فروش سهام وجود دارد.^۱ آنان متخصص خرید و فروش سهام و تشکیل سبد اوراق بهادار^۲ هستند. حضور اینگونه افراد در بازار و استفاده از دانش و تخصص آنها در سازمانهای مختلف مالی باعث رقابتی شدن بازار می‌شود.

آنان این تجربه را دارند که تأثیر اطلاعات را بر قیمت سهام بسنجند. آنان قادرند تأثیر خاص اطلاعات و جهت تأثیر آن را بر قیمت‌ها درک کنند، و اثر زنجیره‌ای مجموعه‌ای از تغییرات و اخبار را بر قیمت اوراق بهادار برآورد نمایند؛ مثلاً، اگر در مجمع عمومی شرکتی اعطای سهم جایزه تصویب شده باشد، آنها باید بتوانند تأثیر

اعطای سهام جایزه بر قیمت سهام را تعیین کنند. افراد ممکن است به برداشتهای متفاوتی از اطلاعات یکسان برسند. یکی ممکن است اخبار خاصی را در افزایش قیمت، تعیین کننده بداند، اما نفر دوم آن را کم اثر بخواند. انسانها با یکدیگر متفاوتند، برداشتهای و گرایشهای متفاوت دارند، منحنی بی تفاوتی خطر - بازده آنها با هم فرق دارد و باورهای مختلف دارند. وقتی خبری می‌رسد، عده‌ای آن را می‌پذیرند و یک عده هم شک می‌کنند که صحت داشته باشد. چون درجه اطمینان به صحت اطلاعات مختلف است، ارزیابی آنان هم متفاوت است.

۹- بازار باید در معرض جریان دو طرفه اطلاعات باشد؛ به عبارت دیگر، بازار کارا چنان است که در هر مقطعی از زمان، عده‌ای در آن خریدارند و عده‌ای فروشنده، این طور نیست که در زمانی همه خریدار باشند و یا همه فروشنده. در بازار کارا عده‌ای باید بر این باور باشند که خرید به نفع آنهاست و عده‌ای هم بر این باور که فروش به نفع آنهاست. تنها در این وضعیت است که حجم معاملات بالا می‌رود، بازار راحت‌تر به تعادل عرضه و تقاضا می‌رسد و قیمت، برآیندی از نظریه‌های مختلف در تعیین ارزش سهام می‌شود.

۳- اخلاق در بازار سهام

مطالعات اخیر در مورد اخلاق در بازار سهام روی حقوق سرمایه‌گذاران متمرکز شده است. ایده اخلاق یا عدالت در بازار سهام معمولاً در چارچوب ایفای حقوق سهامداران مورد بحث قرار می‌گیرد. یکی از محققان مالی^۱، اخلاق و عدالت را به عنوان حق داشتن فرصت برابر تعریف می‌کند یعنی همه شرکت کنندگان بازار حق دستیابی برابر به اطلاعات را دارند.

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

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

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

۳-۲- عدم وجود اطلاعات کاذب

این ویژگی بدین معناست که سرمایه‌گذاران بتوانند به اطلاعات منتشر شده اطمینان کامل داشته باشند و بر مبنای آنها تصمیم‌گیری نمایند. اطلاعات کاذب نباید در بازار منتشر شده و باعث گمراهی سرمایه‌گذاران شود.

۳-۳- امکان استفاده از اطلاعات برابر

سرمایه‌گذاران حق دستیابی برابر به اطلاعات دارند. شخصی که به یک مجموعه از اطلاعات خاص دسترسی دارد باید آن را در اختیار دیگران هم قرار دهد. به عنوان مثال هنگامی که عرضه عمومی اولیه (IPO)^{۱۱} صورت می‌گیرد، شرکت عرضه‌کننده سهام باید اطلاعات مربوطه را به بازار ارائه نماید. به موجب قانون اوراق بهادار مصوب سال ۱۹۳۳ شرکت انتشار دهنده اوراق بهادار باید اطلاعات لازم و کافی را درباره خود و اوراق بهادار مربوطه منتشر نماید.^{۱۲}

۳-۴- حق قدرت برابر در پردازش اطلاعات

سرمایه‌گذاران نه تنها حق استفاده از اطلاعات برابر دارند بلکه در پردازش اطلاعات نیز باید قدرت یکسانی داشته باشند. بدین ترتیب سرمایه‌گذاران در مقابل اشتباه در انجام محاسبات مصون می‌شوند. برای تحقق این هدف در شرایطی که همه سهامداران تسهیلات مناسبی جهت پردازش اطلاعات در اختیار ندارند، افشای اطلاعات باید در شکل پردازش یافته انجام شود.

۳-۵- امکان آزادی از اشتباه

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

۳-۶- حق انجام معامله در قیمت های کارا

معاملات باید در قیمت های کارا و واقعی صورت گیرد. قیمت کارا و واقعی نیز توسط عرضه و تقاضا تعیین می‌شود.

البته این عرضه و تقاضا نباید مصنوعی باشد بلکه باید درخواست واقعی سهامداران را نشان دهد.

۳-۷- امکان قدرت چانه‌زنی برابر

سرمایه‌گذاران باید در مذاکراتی که به انجام معامله منتهی می‌شود قدرت چانه‌زنی برابر داشته باشند. برای

مثال در عرضه عمومی اولیه (IPO) یک سهامدار جزء نسبت به سهامداری که سرمایه کلانی را در اختیار دارد از قدرت چانه‌زنی کمتری برخوردار است.

۴- هنجارهای اخلاقی در بازار مالی اسلامی

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

۱-۴- آزادی در انجام معامله

اسلام در انجام معاملات به طرفین آزادی داده است. بنابراین اگر یک قرارداد با اجبار یکی از طرفین همراه باشد غیرمجاز تلقی می‌شود. قرآن کریم صراحتاً بیان می‌کند که انجام تجارت باید با رضایت طرفین همراه باشد^{۱۳}. طبق این بیان تمام مبادلات مالی و انواع تجارت‌ها که در میان مردم رایج است چنانچه از روی رضایت طرفین صورت گیرد و جنبه معقول و منطقی داشته باشد از نظر اسلام مجاز است. (مگر در مواردی که بخاطر مصالح معینی، نهی صریح از آن شده است).

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

۲-۴- آزادی از ربا

همه معاملات باید از ربا به دور باشد. موضوع ربا بین اندیشمندان و محققان اسلامی بسیار مورد بحث قرار گرفته است. قرآن کریم نیز صراحتاً حرمت ربا را اعلام کرده است: «وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا»^{۱۴}
«یا ایها الذین امنوا لاتاکلوا اموالکم بینکم بالباطل الا ان تکون تجارةً عن تراضٍ منکم...»^{۱۵}
ای کسانی که ایمان آورده‌اید اموال یکدیگر را به باطل (و از طریق نامشروع) نخورید مگر اینکه تجارتي باشد که با رضایت شما انجام گیرد.

این آیه در واقع زیر بنای قوانین اسلامی را در مسائل مربوط به معاملات و مبادلات مالی تشکیل می‌دهد، و به همین دلیل فقهای اسلام در تمام ابواب به آن استدلال می‌کنند، آیه خطاب به افراد با ایمان می‌گوید اموال یکدیگر را از طرق نابجا و غلط و باطل نخورید. یعنی هرگونه تصرف در مال دیگری که بدون حق و بدون یک

مجوز منطقی و عقلانی بوده باشد ممنوع شناخته شده و همه را تحت عنوان باطل که مفهوم وسیعی دارد قرار داده است.

بنابراین هرگونه تجاوز، تقلب، غش، معاملات ربوی، معاملاتی که حد و حدود آن کاملاً نامشخص باشد، خرید و فروش اجناسی که فایده منطقی و عقلانی در آن نباشد، خرید و فروش وسایل فساد و گناه، همه تحت این قانون کلی قرار دارند و اگر در روایات متعددی کلمه باطل به قمار و ربا و مانند آن تفسیر شده در حقیقت معرفی مصداق‌های روشن این کلمه است نه آنکه منحصر به آنها باشد.

۳-۴- آزادی از غرر

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

امیرمؤمنان علی (ع) می‌فرماید: «ان الغرر عمل لایؤمن معه الضرر»^{۱۶} یعنی غرر کاری است که از زیان ایمن نباشد و طبق بیان حضرت رسول (ص) «نهی النبی عن الغرر»^{۱۷} یعنی پیامبر مردم را از معاملات غرری نهی کرده است. لذا معامله غرری در اسلام باطل می‌باشد.

۴-۴- آزادی از قمار

معامله در شرایط عدم اطمینان و متکی بر بخت و شانس به قمار تعبیر می‌شود. قمار در واقع به خطر انداختن پول به امید کسب منفعت در جایی است که این امید بر پایه بخت و شانس و تصادف و اتفاقات غیرمطمئن استوار باشد و ریسک کردن به خودی خود ضرورتی نداشته باشد.

قمار در حقیقت یک بازی ستیزه‌جویانه است که دو طرف به خاطر استفاده انحصاری با یکدیگر انجام می‌دهند و اصلاً حسن نیت در آن مطرح نیست. هر طرف به تصور اینکه بخت و شانس با او یاری خواهد کرد و برنده خواهد شد اقدام به عمل قمار می‌نماید و اگر بداند برنده نخواهد شد هرگز آن عمل را انجام نخواهد داد. در قماربازی همواره یک طرف بازنده وجود دارد و طرفین خود را در معرض خطر از دست رفتن مال قرار می‌دهند. این عمل در عرف جامعه کاری مذموم و ناپسند است. در قمار طرفین بازی رهن و گرو می‌گذارند و در واقع یک نوع شرط بندی صورت می‌گیرد.

قرآن کریم ما را صراحتاً از شرطبندی و قماربازی منع کرده است و این مطلب در آیات متعددی ذکر شده است که از آن به «المیسر» یاد شده است. خداوند تبارک و تعالی می‌فرماید:

«يَسْئَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا كَبِيرٌ مِّنْ نَّفْعِهِمَا ...»^{۱۸}

همچنین در آیه دیگری می‌فرماید: «يا أيها الذين آمنوا ان الخمر و الميسر و الانصاب و الازلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوا لعلکم تفلحون»^{۱۹}

۵-۴- عدم کنترل قیمت

تعیین نرخ کالا تابع شرایط گوناگونی است. کمبود کالا، هزینه تولید، افزایش و عدم افزایش تقاضا نسبت به عرضه و ...، در تعیین قیمت مؤثرند؛ در صورتی که نرخ‌گذاری کالاها به صورت طبیعی و عادلانه انجام گیرد و اجحافی به عرضه‌کننده یا خریدار تحمیل نشود، نیازی به دخالت دولت نسبت به تعیین نرخ، وجود ندارد؛ زیرا فرض بر این است که بدون دخالت وی، قیمت‌ها آن طور که باید باشد، مشخص می‌شود و اگر دولت قیمت دیگری غیر از نرخ متعارف معین کند، دقیقاً موجب اجحاف به فروشنده یا خریدار می‌شود که این امر به نوبه خود نارساییهای مختلفی را به دنبال دارد.

درباره چنین وضعیتی سالم و عادی پیامبر(ص) می‌فرماید:

«انما السعر الی الله یرفعه اذاشاء و یخفضه اذا شاء»^{۲۰}

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

به نظر می‌رسد که این روایت و دیگر روایات مشابه آن بهترین طریق تعیین قیمت را در وضعیت متعارف و غیربحرانی، عناصر و شرایط اقتصادی حاکم بر بازار می‌داند؛ به عبارت دیگر یکی از سنتهای الهی این است که در حالت متعارف و طبیعی بازار، در سایه عملکرد قانون عرضه و تقاضا، قیمت‌ها عادلانه تعیین می‌شوند. با حاکمیت این سنت است که پیامبر(ص) می‌فرماید که «تعیین قیمت در اختیار خداوند است، هرگاه بخواهد آن را بالا می‌برد و هرگاه بخواهد آن را تنزل می‌دهد»؛ زیرا، شرایط تکوینی و واقعی بالا رفتن و پایین آمدن قیمت در دست اوست و هرگاه مقدمات فراوانی یا کاهش کالاها را فراهم کند، طبعاً قیمت‌ها هم ترقی و تنزل می‌کند؛ بنابراین، اصل اولی این است که اگر قیمت‌ها به روال عادی و مکانیسم قیمت‌ها در حد عادلانه تعیین شوند، دولت، در نرخ‌گذاری نباید دخالت کند بلکه باید اشراف و نظارت بر قیمت‌ها داشته باشد تا اینکه از این حد مطلوب خارج نشود؛ و در صورتی که شرایط اقتصادی حاکم بر جامعه به گونه‌ای است که احتکار، اجحاف و دیگر پدیده‌های نامطلوب بروز می‌کند، دولت اسلامی می‌تواند تعیین قیمت کند.

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

۶-۴- حق انجام معامله با قیمت عادلانه

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

۷-۴- امکان دسترسی به اطلاعات دقیق و کافی

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

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

اگر در بازار مالی معامله‌گران اوراق بهاداری را بازار گرمی کنند و اوراق بهادار خود را مدح کنند و یا اوراق

بهادار دیگران را ذم کنند و تبلیغات مثبت و منفی در بازار ایجاد کنند و چنین معامله‌ای در شرایط جهل طرف مقابل صورت گیرد از نظر اسلامی قابل قبول نیست و درآمد حاصل از آن مشروع نمی‌باشد. اگر تبلیغات سوء در بازار موجب غبن طرف معامله شود، مغبون می‌تواند به غابن مراجعه کند. در بورس اسلامی تبلیغات کاذب وجود ندارد. در بازار مالی اسلامی سیستم نظارت باید تمام اطلاعات را به نحو مناسبی جهت تصمیم‌گیری معامله‌گران در بازار افشاء نماید. به عبارتی بازار مالی اسلامی باید کارا باشد.

۸-۴- عدم وجود زیان برای دیگران

این زیان در مواردی محقق می‌شود که انجام معامله بین طرفین باعث به خطر افتادن منافع سایر سهامداران شود. یک معامله هرچند با رضایت طرفین انجام شود اما در هر صورت نباید زبانی را برای شخص ثالث به همراه داشته باشد. در اینگونه موارد چنانچه شخص ثالث با انجام یک معامله که بین دو طرف دیگر انجام شده، متضرر شود می‌تواند از حقوق مربوطه خود در این زمینه استفاده کرده و از زیان خود جلوگیری کند. برای مثال اگر دو شریک مالک یک دارایی باشند چنانچه یکی از آنها قصد فروش حصه خود را داشته باشد، شریک دوم می‌تواند از حق شفعه خود استفاده نماید.

در بازار سهام نیز مشابه این حقوق وجود دارد. به عنوان مثال سهامداران قبلی شرکت در خرید سهام تازه منتشر شده شرکت حق تقدم دارند.

ملاحظه می‌شود که هنجارهای اخلاق اسلامی، اخلاق مالی کلاسیک را نیز پوشش می‌دهد. حال این سؤال مطرح است که معیار رتبه‌بندی هنجارهای اخلاقی اسلامی چیست و کدام یک از آنها از اهمیت بیشتری برخوردار است. به عبارت دیگر اگر در مواردی مجبور شویم از بین آنها دست به انتخاب بزنیم و یکی را انتخاب کنیم، اولویت با کدام است؟ در پاسخ باید گفت که معیار اولویت‌بندی براساس اهمیت مناسبت است که هنجارهای اخلاقی از آنها استنباط می‌شوند. بدین ترتیب اصولی که مبنای تشخیص آنها قرآن کریم است بر اصول برگرفته از سنت اولویت دارند. اصول برگرفته از سنت نیز بر اصول حاصل از اجماع و اصول حاصل از اجماع نیز بر اصول عقلی اولویت دارند.

به عنوان مثال حرمت ربا (اصل قرآنی) نسبت به «حق شفعه» (اصل برگرفته از سنت) از اهمیت بیشتری برخوردار است بنابراین اگر بنا به اجبار از این دو فقط یکی بتواند انتخاب شود، اصل حرمت ربا در اولویت قرار دارد.

گذشته از این، معیار دیگری که باید در اینجا در نظر گرفته شود تقدم منافع عمومی بر منافع فردی است. در

اسلام حقوق اکثریت و حقوق عمومی بر حقوق فردی و خصوصی مقدم است. در حقیقت حق عموم جامعه در کنترل و محدود کردن فعالیت‌های بخش خصوصی یکی از مبانی حقوقی اقتصاد اسلامی است؛ به این معنا که فعالیت‌های افراد، اگر ضرری نسبت به حق عموم جامعه ایجاد کند و یا موجب احتکار و انحصار ثروت‌ها در دست طبقه‌ای خاص شود، دولت اسلامی، موظف است از آن جلوگیری کرده، آن را محدود کند.

اساساً در مبانی اسلامی، حق عموم جامعه بر حق فرد مقدم است و هرگونه فعالیت‌های در بخش خصوصی که ضربه‌ای به حقوق عامه مردم و جامعه و یا ارزش‌های اسلامی وارد سازد ممنوع است و حاکم اسلامی وظیفه دارد از آن جلوگیری کند. بر همین اساس، خداوند، در توزیع ثروت‌های طبیعی بین قشرهای کم درآمد می‌فرماید: «کی لا تکون دولةً بین الاغنیاء منکم»^{۲۱} فیء و منابع طبیعی برگشت داده شده به پیامبر باید در بین طبقات مختلف کم بضاعت تقسیم گردد تا اینکه این نوع ثروت‌ها، فقط در دست طبقه اغنیای جامعه در جریان نباشد؛ همچنین امام علی(ع) به مالک اشر می‌فرماید: از احتکار جلوگیری کن، زیرا احتکار موجب ضرر عموم افراد است.^{۲۲} بر پایه همین بینش است که از اسراف و تبذیر در ثروت‌ها و یا واگذاری آنها به افراد سفیه و ناتوان، جلوگیری به عمل می‌آید؛ زیرا، اسراف و یا ثروتی را در اختیار افراد سفیه قرار دادن موجب اتلاف آن می‌شود.

به طور کلی، هرگونه تضادی میان حق مالکیت یا انتفاع افراد و حق عموم جامعه، چه در بعد مادی و اقتصادی و چه در بعد معنوی و ارزش، از نظر فقه اسلامی، محکوم، و حق عموم بر حق افراد مقدم است. از این اصل، به عنوان حق عموم در کنترل فعالیت‌های بخش خصوصی می‌توان یاد کرد. ممکن است فلسفه این حق و زیربنای ارزشی آن، این باشد که مسأله مالکیت خصوصی در بینش اسلامی، در حقیقت، نوعی نظم بخشیدن و نمایندگی فرد از جامعه در بهره‌گیری از ثروت‌های خدادادی است نه به عنوان یک حق اصیل در عرض حق عموم جامعه، تا اینکه بتوان از آن برخلاف مصالح اجتماعی سوء استفاده کرد. این بدان معناست که مالکیت خصوصی و حقوق فردی همواره حتی در مرتبه بعد از حق عموم منظور شده است.

بنابراین در بازار سهام نیز مصلحت در این است که منافع عموم سهامداران بر منفعت فردی تقدم داشته باشد. به عنوان مثال منع اقدامات انحصار طلبانه و یا افشای اطلاعات در بازار گامی در جهت تحقق این مصلحت به شمار می‌آید.

۵- اخلاق، کارایی و قوانین بازار سهام

قانونگذاران در بازار سهام به طور همزمان با دو مقوله اخلاق و کارایی مواجه هستند. برخی از قوانین هم کارایی و هم اخلاق را بهبود می‌بخشد. به عنوان مثال افشای اجباری اطلاعات، عدم برابری اطلاعات را کاهش می‌دهد (بهبود کارایی) و در عین حال باعث دسترسی یکسان به اطلاعات نیز می‌شود (بهبود اخلاق).

اما در اغلب موارد، قوانین موجود حاصل انتخاب بین کارایی و اخلاق است. در بازار سهام اسلامی اولویت‌ها برای قانونگذاران کاملاً مشخص است. کارایی باید در خدمت تحقق مقوله‌های اخلاقی قرار گیرد. به عنوان مثال بورس بازی با کاهش هزینه معاملات باعث بهبود نقدینگی و کارایی عملیاتی بازار می‌شود. اما در بازار سهام اسلامی چنانچه بورس بازی شامل موارد ذیل شود مشروع نیست:

۱- دستکاری قیمت سهام و سوق دادن قیمت به سوی قیمت ناعادلانه

۲- چهل در معاملات سهام

۳- غرر در معاملات سهام

۴- تبانی در معاملات سهام

۵- اشاعه کذب و ارائه اطلاعات غلط و گمراه کننده

۶- انجام معاملات صوری و دستکاری ناعادلانه بازار

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

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

معاملات افرادی که اطلاعات پنهانی دارند هرچند کارایی را بهبود می‌بخشد اما با اصول اخلاقی اسلامی سازگار نیست. بنابراین قانونگذاران بازار سهام اسلامی معاملات براساس اطلاعات محرمانه را منع می‌کنند. بازار سهام اسلامی از ربا به دور است و اوراق قرضه ربوی و سایر معاملاتی که بر ربا مبتنی هستند جایز نمی‌باشند. در بازار اسلامی غرر وجود ندارد. بنابراین اطلاعات لازم و کافی در مورد سهام، در دسترس همه سهامداران قرار می‌گیرد. شفافیت اطلاعاتی عاملی است که معاملات صحیح و اسلامی را از معاملات غرری متمایز می‌سازد. دلالی و واسطه‌گری و مشاوره مالی در بازارهای مالی در صورتی مجاز خواهد بود که به شفافیت اطلاعاتی در بازار کمک کند. اگر عملیات این افراد در بازار یک طرف را متضرر و طرف دیگری را سود برساند و این عمل از روی چهل طرف مقابل و با سوء نیت صورت گیرد مشروع نیست.

یک نکته قابل توجه در خصوص سیستم نظارت بر بازار این است که سیستم در تصمیم‌گیری‌های خود باید

ابتدا «تحلیل هزینه - منفعت»^{۳۳} انجام دهد و در این تحلیل منافع عموم سهامداران را در نظر بگیرد. در بازار مالی هنگامی که عرضه عمومی اولیه (IPO) صورت می‌گیرد، سیستم نظارت به دو شکل می‌تواند عمل کند. حالت اول این است که شرکت عرضه کننده را در عرضه آزاد گذاشته اما او را مجبور کند که همه اطلاعات مربوط به سهام مورد عرضه را در اختیار بازار قرار دهد. حالت دوم این است که سیستم نظارت خود عمل پردازش اطلاعات مربوط به شرکت را انجام دهد و آن را در اختیار خریداران قرار دهد و در صورتی که سوابق گذشته شرکت ضعیف باشد مجوز عرضه سهام شرکت را لغو کند.

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

۶- نیاز به یک سیستم نظارت

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

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

در کشور مالزی مراحل توسعه بازار سرمایه اسلامی شروع شده است و حدود یک دهه از فعالیت آن می‌گذرد. شورای بورس اوراق بهادار کشور مالزی به منظور اسلامی کردن بازار سرمایه این کشور، شورای مشورتی سیره را ایجاد کرده است تا مکمل شورای بورس باشد و بازار سرمایه اسلامی را گسترش دهد.

شورای مشورتی سیره در سال ۱۹۹۶ تأسیس شده و متشکل از مفتی‌ها، پژوهشگران اسلامی و کارشناسان مالی اسلامی است.

این شورا، بورس اوراق بهادار مالزی را در مورد فعالیتهای بازار سرمایه که با اصول سیره نبوی (ص) سازگار هستند راهنمایی می‌کند. پژوهشگران شورای مشورتی سیره، هم در زمینه فقه معاملات و هم در زمینه بازار سرمایه آموزش دیده‌اند.

بنابراین در تشکیل سیستم نظارت بر بازار سهام می‌توان از تجربه شورای مشورتی سیره در مالزی به صورت

بومی استفاده کرد.^{۲۴}

۷- نتیجه گیری

قوانین بازار سهام باید هم کارایی و هم اخلاق را بهبود بخشد. اما به هر حال در برخی موارد بین اخلاق و کارایی تضاد بوجود می آید. در بازار سهام اسلامی هنجارهای اخلاقی نسبت به کارایی در اولویت قرار دارند و به هر نحو باید تحقق یابند. البته این به معنای عدم وجود کارایی در بازار سهام اسلامی نیست زیرا التزام به اخلاق مالی اسلامی باعث بهبود کارایی می شود.

بنابراین نتایج این مطالعه عبارتند از:

الف- در بازار سهام اسلامی، رعایت هنجارهای اخلاقی اسلامی نسبت به کارایی در اولویت قرار دارد. اما اولی بودن اخلاق نسبت به کارایی بدین معنا نیست که بازار سهام اسلامی نسبت به بازار سهام کلاسیک از کارایی کمتری برخوردار است.

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

ب- در اجرای هنجارهای اخلاقی اسلامی باید اولویت بندی آنها نیز در نظر گرفته شود. معیار اولویت بندی نیز بر اساس اهمیت منابعی است که هنجارهای اخلاقی از آنها استنباط می شوند.

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

یادداشت ها:

- 1- Efficiency
- 2- E thics
- 3- Allocatinal Efficiency
- 4- Pricing Efficency
- 5- Informational Efficiency

^۱ - منبع شماره ۸ لاتین ص ۲۴۹

7- Operational Efficiency

^۸ - برای دریافت نقش این عده در کارایی بازار رجوع کنید به مقاله «نقش واسطه‌های بانکی در کارایی بورس اوراق بهادار» گزارش تحقیقی، شماره ۲۶، شرکت سرمایه‌گذاری سازهان صنایع حلبی ایران، ۱۳۷۱

9- portfolio

10- Lev Barch (1988)

- 11- برای مطالعه بیشتر رجوع شود به: جمائانی، علی و پارسائیان، علی؛ مدیریت مالی، ج ۲، انتشارات سمت، تهران ۱۳۸۰.
 12- منبع شماره ۸ فارسی ص ۲۲۹.
 13- نساء / ۲۹
 14- بقره / ۲۷۵
 15- نساء / ۲۹
 16- منبع شماره ۱ فارسی به نقل از «جواهر، بیع، باب غرر»
 17- همان
 18- بقره / ۲۱۹
 19- هائده / ۹۰
 20- وسائل الشیعه، ج ۱۲، ابواب آداب التجاره، باب ۳، ج ۱.
 21- حشر / ۶
 22- نهج البلاغه، صبحی صالح، ص ۴۳۸.

23- Cost – Benefit Analysis

- 24- برای مطالعه بیشتر در این مورد به منبع شماره ۷ فارسی رجوع شود.

منابع و مأخذ:

فارسی

- ۱- جمائانی، علی و پارسائیان، علی «فرهنگ اصطلاحات مالی»، مؤسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی، ۱۳۷۵.
 ۲- جمائانی، علی و عبده تبریزی، حسین؛ «نظریه بازار کارایی سرمایه» تحقیقات مالی، سال اول، شماره اول، زمستان ۱۳۷۲.
 ۳- شمیدی، مهدی، «تشکیل قراردادها و تعهدات»، نشر حقوقدان، چاپ اول، ۱۳۷۷.
 ۴- صالح آبادی، علی، «بورس بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام» فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، ش ۲۰ (زمستان ۱۳۸۲): ۵۳-۷۴.
 ۵- صالح آبادی، علی و همکاران، «اصول مدیریت مالی اسلامی و ابزارهای آن»، مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق (ع) ۱۳۸۰.
 ۶- کاتوزیان، ناصر، «قواعد عمومی قراردادها»، جلد اول، انتشارات بمشقی، ۱۳۶۳.
 ۷- هیانی اقتصاد اسلامی / پژوهشکده حوزه و دانشگاه - تهران: انتشارات سمت، ۱۳۷۹.
 ۸- مطهری، مرتضی، «بررسی اجتهالی هیاتی اقتصاد اسلامی» انتشارات صدرا، ۱۳۸۱.
 ۹- مکارم شیرازی، ناصر، «تفسیر نمونه»، ج ۱.
 ۱۰- نجفی، مهدی، «تجربه بازارهای مالی اسلامی در هائزی» مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۳.

لاتین

11. Mohammad Obaidullah. "Ethics and Efficiency in Islamic Stock Market". International Journal of Islamic Financial services, volume 3, No 2.
 12. Lev Barvch (1988) "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting policy" The Accounting Review, vol.63, No 1,p 1-22.
 13. H shefrin and M staman (1992) "Ethics, fairness, Efficiency, and financial Markets", The Research Foundation of Institute of chartered Financiol Analysts, Virginia.
 14. Mohamaad H kamali (1988) "Have we Neglected the shariah law Doctrine of Masalahah?" Islamic studies, vol 27.

15. Salamon. H. “*speculation in the stock Market from an Islamic perspective*”, Review of Islamic Economics, No: 9, 2000, pp.103-126.
- 16- Sabbagh, Hashem, “*The Mechanism and operation of An Islamic Financial Market*”, seminar of central Bank of Iran, June 2000.
- 17- Hussein Hamid Hossan, Jurisprudence of Maslahah and its contemporary Applications, Eminent Scholars, Lecture Series No. 7. Islamic Research and Training Institute, IDB Jeddah, 1994, p.53.
18. Saunders & cornet, “*Financial Markets and Institutions*” Mcgraw Hill 2001.
19. Man, Z, “*Managcmnt system of the Islamic share Market, Model and its Implementation in Malasia*” , A seminar. presented in the national conference on Islamic management, UTM, Jobor Bahru Malasia, Nov, 1993, pp. 18-20.
20. Man. Z, “share and Investment in the share Market” A General observation on Related Issues from and Islamic perspective”, A paper presented in a seminar series on the Islamic Economics at the National productivity center Hotel, P.Jaya, Malasia, 26-27 April, 1994, pp 4-22