



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

رویکردهای غربالگری
در بازار سرمایه اسلامی

مجتبی کاوند

دی ۱۳۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: رویکردهای غربالگری در بازار سرمایه اسلامی

تهیه کننده: مجتبی کاوند

کد گزارش: ۲۰۱۷-۱۹-۹۶

تاریخ گزارش: دی ۱۳۹۶

این اثر در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

چکیده.....	۴
Error! Bookmark not defined.	فرآیند تأیید محصول (در بازار اوراق بهادار) در بازارهای سرمایه اسلامی
۸.....	معیارهای شرعی برای اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس
۹.....	معیارهای فعالیت‌های اصلی
۹.....	معیار اول؛ ربا به عنوان فعالیت اصلی شرکت
۹.....	معیار دوم: شرکتی که فعالیت اصلی آن قمار است
۹.....	معیار سوم: فعالیت اصلی شرکت تولید و فروش محصولات و خدماتی تحریم شده در اسلام است
۱۰.....	معیار چهارم: غرر (عدم اطمینان)
۱۰.....	تأیید محصول مالی در حوزه اوراق بهادار در شرکت‌های ترکیبی
۱۰.....	تعریف شرکت ترکیبی
۱۰.....	مبنای ساخت معیار
۱۰.....	معیار یک سوم
۱۱.....	معیار مبتنی بر غبن فاحش
۱۱.....	وجه به عنوان معیاری برای شرکت‌های لیست شده
۱۲.....	رویکرد کیفی و کمی در فرآیند غربالگری در بازار سرمایه
۱۲.....	رویکرد کمی
۱۲.....	رویکرد کیفی
۱۲.....	تصویر همراه با شاخص
۱۲.....	الف. فعالیت‌های هتلداری (شامل استراحتگاه‌ها و کلبه‌ها) - ۲۵٪
۱۳.....	ب. ساخت یا بازاریابی پیشگیر - ۵٪
۱۳.....	تصویر بدون شاخص
۱۳.....	مبانی ارزیابی شریعت در مورد تحلیل تصویر
۱۳.....	ارتباط تصویر و اصول شرعی
Error! Bookmark not defined.	منابع:

رویکردهای غربالگری در بازار سرمایه اسلامی

مجتبی کاوند^۱

چکیده

امروزه نظام‌های مالی در بسیاری از کشورهای اسلامی از جمله مالزی، اندونزی، امارات، قطر و غیره به صورت دوگانه است یعنی علاوه بر بانکداری اسلامی، بیمه اسلامی و بازار سرمایه اسلامی؛ بانکداری متعارف، بیمه و بازار سرمایه متعارف نیز در این کشورها فعالیت دارد. از این رو بسیاری از سرمایه‌گذاران در این کشورها در مورد سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها تردید دارند چون در مورد منطبق با شریعت بودن فعالیت‌های این شرکت‌ها ابهام دارند.

اندیشمندان مالی اسلامی به منظور تمایز میان اوراق بهادار منطبق با شریعت و اوراق بهادار غیرشرعی، فرآیند غربالگری را ابداع نموده‌اند. در نظام مالی دوگانه این پتانسیل وجود دارد که برخی از فعالیت‌ها غیر مجاز وجود داشته باشد که ممکن است اوراق بهادار غیرشرعی لیست شده در بورس ارایه نماید. هدف از ایجاد فرآیند غربالگری شناسایی عناصر غیرمجاز شرعی و آگاهی دادن به سرمایه‌گذاران در مورد چگونگی سرمایه‌گذاری و کسب سود و نیز افزایش ثروت از طریق راه‌های مجاز است. بنابراین، نقش متخصصان مؤسس رویکرد غربالگری کمک کردن و یاری رساندن به منظور پاکسازی بازار سهام از ناخالصی‌ها است. تصمیم شرعی در مورد اوراق بهادارها معمولاً به صورت عمومی منتشر و افشا می‌شود تا سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری و سرمایه‌گذاری در سهام درست اقدام نمایند. در این گزارش رویکردهای مختلف غربالگری که توسط نهادهای مختلف مالی اسلامی ابداع شده است، تبیین می‌شود.

کلمات کلیدی: نظام مالی دوگانه، غربالگری، روش کمی، روش کیفی، معیارهای غربالگری

^۱ کارشناس گروه بازارها و ابزارهای مالی - مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

مقدمه

متخصصان به منظور تمایز میان اوراق بهادار منطبق با شرع و اوراق بهادار غیرشرعی، فرآیند غربالگری را ابداع نموده‌اند، بنابراین این رویکرد در نظام مالی دوگانه بسیار با اهمیت است. در نظام مالی دوگانه این پتانسیل وجود دارد که برخی از فعالیت‌ها غیر مجاز وجود داشته باشد که ممکن است اوراق بهادار غیرشرعی لیست شده در بورس ارایه نماید. هدف از ایجاد فرآیند غربالگری شناسایی عناصر غیرمجاز شرعی و آگاهی دادن به سرمایه‌گذاران در مورد چگونگی سرمایه‌گذاری و کسب سود و نیز افزایش ثروت از طریق راه‌های مجاز است. بنابراین، نقش متخصصان مؤسس رویکرد غربالگری کمک کردن و یاری رساندن به منظور پاکسازی بازار سهام از ناخالصی‌ها است. تصمیم شرعی در مورد اوراق بهادارها معمولاً به صورت عمومی منتشر و افشا می‌شود تا سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری و سرمایه‌گذاری در سهام درست اقدام نمایند.

سرمایه‌گذاری در سهام سرمایه‌گذاران را مالک سهام شرکت می‌کند و پتانسیل دریافت سود بر مبنای عملکرد آتی شرکت برای آنان وجود دارد. سهام‌های اسلامی، سهم‌های شرکت‌هایی هستند که فعالیت‌های مجاز بر مبنای اصول اسلامی انجام می‌دهند. این سهم‌ها تأیید شده و به صورت دوره‌ای از سوی کمیته فقهی شرعی بر اساس فرآیندی که غربالگری سهام اسلامی نامیده می‌شود، بازنگری می‌شوند. این فرآیند بدین منظور ایجاد شده است که آیا شرکت الزامات شرعی را رعایت کرده است یا خیر. غربالگری به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا از سرمایه‌گذاری‌های غیرمجاز شرعی اجتناب کنند. در طول زمان، روش‌های غربالگری شرعی متفاوتی در بازار به منظور غربالگری سهم‌های منطبق با شریعت ایجاد شده است. این روش‌ها توسط گروه‌های مختلفی توسعه داده شده است که عبارتند از:

الف. شرکت‌های طراح شاخص مانند داوجونز و FTSE؛

ب. شرکت‌های ارایه خدمات شرعی مانند شرکت Shariah Capital و IdeaiRatings؛

ج. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مانند گروه المیزان و گروه STANLIB؛

د. نهادهای تدوین استاندارد مانند سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی؛

ه. نهادهای نظارتی مانند کمیسیون اوراق بهادار مالزی.

انواع رویکردهای مختلف غربالگری

۱. رویکرد غربالگری داوجونز S&P

الف. غربالگری بخشی

بر اساس پارامترهای مصوب هیئت نظارت شرعی، فعالیت‌های زیر ناسازگار با شرع هستند. اکثر خبرگان و کمیته‌های شرعی معتقدند که این صنایع و ابزارهای مالی آن‌ها، با احکام شرعی ناسازگار هستند و در نتیجه برای سرمایه‌گذاری اسلامی مناسب نیستند. اگرچه هیچ اجماعی میان خبرگان شرعی در زمینه ممنوعیت شرکت‌های تنباکو و صنایع دفاعی وجود ندارد، اکثر کمیته‌های شرعی توصیه کرده‌اند در این فعالیت‌ها سرمایه‌گذاری انجام نشود. درآمد حاصل از موارد زیر نمی‌تواند بیش از ۵ درصد درآمد شرکت را تشکیل دهد.

۱. الک

۲. تنباکو

۳. محصولات مرتبط با گوشت خوک

۴. خدمات مالی متعارف (بانکداری، بیمه و غیره)

۵. سلاح و فعالیت‌های دفاعی

۶. تفریحات (هتل، کازینو/ قماربازی، سینما، موسیقی، غیره).

شرکت‌هایی که بر اساس سیستم طبقه‌بندی اختصاصی منحصر به فرد به عنوان مالی (۸۰۰۰) تقسیم‌بندی شده‌اند، در صورتی که شرکت به عنوان نهاد مالی اسلامی فعالیت نماید دارای صلاحیت هستند مانند:

۱. بانک‌های اسلامی

۲. شرکت‌های بیمه تکافل

شرکت‌هایی که بر اساس سیستم طبقه‌بندی اختصاصی منحصر به فرد به عنوان مستغلات (۸۶۰۰) طبقه‌بندی شده‌اند، چنانچه دارایی‌ها و فعالیت‌های شرکت، کسب‌وکار آن را در چارچوب اصول شرعی هدایت نماید دارای صلاحیت هستند.

ب. غربالگری مبتنی بر حسابداری

بعد از حذف اولیه شرکت‌های دارای فعالیت‌های غیرقابل قبول، شرکت‌های باقی مانده بر اساس فیلترهای نسبت مالی ارزیابی می‌شوند. فیلترها بر اساس معیارهای مصوب کمیته نظارت شرعی، شرکت‌های با نسبت بدهی غیرقابل پذیرش یا با درآمد بهره را حذف می‌کنند.

همه موارد زیر باید کمتر از ۳۳ درصد باشد:

۱. نسبت مجموع بدهی به میانگین ارزش بازار ۲۴ ماهه

۲. نسبت مجموع وجه نقد و اوراق بهادار مبتنی بر بهره به میانگین ارزش بازار ۲۴ ماهه گذشته

۳. حساب‌های دریافتی به میانگین ارزش بازار ۲۴ ماهه گذشته

سهم‌هایی که بر اساس ارزیابی اول سازگار با شریعت هستند و بر اساس غربالگری مبتنی بر حسابداری فراتر از نسبت‌های حداکثری هستند، بر اساس ارزیابی دوم در صورتی منطبق با شرع باقی می‌مانند که این نسبت در محدوده حداکثر دو درصدی سقف امتیازهای مجاز باشد. بنابراین، اگر حداکثر برای دو دوره ارزیابی متوالی نقض شود، سهام شرکت منطبق با شریعت نیست. اگر هر یک از نسبت‌های فوق بالاتر از دو محدوده ضربه‌گیر (بافر) نقطه درصدی باشد، سهام شرکت فوراً ناسازگار با شریعت اعلام می‌شود.

سهم‌هایی که بر اساس ارزیابی اول منطبق با شریعت نیستند اما همه معیارهای غربالگری مبتنی بر حسابداری را احراز می‌کنند، منطبق با شریعت نیستند چنانچه در محدوده حداکثر ۲ درصدی مجاز باشند. بنابراین، اگر سهام هر سه نسبت را برای دو دوره ارزیابی متوالی احراز کرده باشد، منطبق با شریعت خواهد بود. اگر سه نسبت فوق کمتر از محدوده دو درصدی باشد، سهام شرکت فوراً سازگار با شریعت اعلام می‌شود.

شرکت‌هایی که غربال‌های حسابداری و بخشی را احراز نمایند، می‌توانند به عنوان عناصر شاخص بازار اسلامی داوچونز باشند.

ج. خالص سازی سود

نسبت خالص سازی سود برای مشترکین شاخص در سطح اجزا به منظور اهداف خالص سازی ارایه می شود. این نسبت به صورت ذیل محاسبه می شود:

$$(\text{کل درآمد} / \text{درآمدهای غیرمجاز}) \times \text{سودها}$$

که درآمدهای غیرمجاز شامل همه انواع درآمد یا سودی است که از از فعالیت های غیرمجاز شرعی شامل فعالیت های غیرمجاز و بهره حاصل می شود.

۲. رویکرد شرکت مدیریت سرمایه گذاری المیزان

الف. کسب و کار شرکت سرمایه پذیر

فعالیت اصلی شرکت باید حلال و در راستای دستورات شریعت باشد. از این رو سرمایه گذاری در اوراق بهادار هر شرکتی که در کسب و کار بانکداری متعارف، بیمه متعارف، نوشیدنی های الکلی، تنباکو، محصولات خوک، ساخت اسلحه، صنعت پورن یا فعالیت های مرتبط فعالیت دارد، غیرمجاز است.

ب. نسبت بدهی به کل دارایی ها

نسبت بدهی به دارایی باید کمتر از ۳۷ درصد باشد. بدهی در این رویکرد، هرگونه بدهی با بهره تعریف شده است. اوراق قرضه بدون کوپن و سهام ممتاز نیز هر دو طبق این تعریف بدهی محسوب می شوند.

ج. نسبت سرمایه گذاری های ناسازگار با شریعت به مجموع دارایی ها

نسبت سرمایه گذاری های ناسازگار با شریعت به مجموع دارایی ها باید کمتر از ۳۳ درصد باشد. سرمایه گذاری در هر اوراق بهادار غیرشرعی باید برای محاسبه این نسبت در نظر گرفته شود.

د. نسبت درآمد غیرشرعی به مجموع درآمدها - خالص درآمد غیرشرعی

نسبت درآمد غیرشرعی به مجموع درآمد باید کمتر از ۵ درصد باشد. مجموع درآمد شامل درآمد ناخالص به اضافه هر گونه درآمد دیگر عاید شده توسط شرکت می باشد. این مبلغ درآمدهای غیرحلال به عنوان خیریه به مستحقین داده می شود.

ه. نسبت دارایی های غیرنقدشونده به مجموع دارایی ها

نسبت دارایی های غیرنقدشونده به مجموع دارایی ها باید حداقل ۲۵ درصد باشد. دارایی های غیرنقدشونده شامل دارایی هایی است که از لحاظ شرعی معامله آن ها فقط به قیمت اسمی امکان پذیر است.

و. نسبت خالص دارایی های نقدشونده به قیمت سهام

قیمت بازار هر سهم نباید از خالص دارایی های نقدشونده هر سهم بیش تر باشد. خالص دارایی های نقد شونده هر سهم به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{تعداد سهام} / (\text{مجموع بدهی ها} - \text{دارایی های غیرنقدشونده} - \text{مجموع دارایی ها})$$

نسبت خالص سازی سود به معنای آن است که سرمایه گذاران شرکت مربوطه باید سود تقسیمی را از طریق فرمول زیر خالص سازی کنند:

$$\text{نسبت خالص سود تقسیمی} \times \text{درآمد تقسیمی دریافت شده}$$

۳. رویکرد کمیسیون اوراق بهادار مالزی

به علت ظهور چندین شاخص اسلامی نظیر داوجونز، FTSE و غیره، رویکردهای متفاوتی در فرآیند غربالگری شرعی وجود دارد. برای مثال کمیسیون اوراق بهادار مالزی، معیارهای اصلی شورای مشورتی شرعی را برای منطبق با شرع نبودن سهام شرکتها از شرعی به صورت ذیل می داند:

۱. خدمات مالی مبتنی بر ربا؛
 ۲. قمار و بازی؛
 ۳. ساخت یا فروش محصولات غیرحلال یا محصولات مربوطه؛
 ۴. بیمه متعارف؛
 ۵. فعالیت های تفریحی که از لحاظ شرعی مجاز نیستند؛
 ۶. ساخت یا فروش محصولات تنباکویی یا محصولات مربوطه؛
 ۷. کارگزاری سهام یا معامله سهم در اوراق بهادار غیرشرعی؛
 ۸. سایر فعالیت هایی که به لحاظ شرعی مجاز نیستند.
- برخلاف معیارهای اصلی مورد اشاره در بالا که نشان دهنده اولین گام در غربالگری هستند، گام دیگری در غربالگری مبتنی بر معیارهای اضافی وجود دارد که فرآیند انطباق شرعی را در سهام نهایی می کند. این معیارها عبارتند از:
۱. مجموع بدهی سررسید نشده بیشتر از ۳۳ درصد نباشد؛
 ۲. حساب های دریافتی کمتر از ۳۳ درصد باشد؛
 ۳. درآمد از محل بهره کمتر از ۵ درصد باشد.
- بنابراین رویکرد و روش شناسی ویژه ای در ارتباط با تأیید محصول در حوزه اوراق بهادار در بازارهای سرمایه اسلامی وجود دارد که به نتیجه و تصمیم خروجی منجر خواهد شد. نتیجه و خروجی این فرآیند ویژه، دیدگاه شرع در مورد اوراق بهادار را افشا خواهد کرد که آیا آن اوراق منطبق با شرع هستند یا خیر. روش شناسی تأیید محصول در اوراق بهادار در ادامه تشریح خواهد شد.

معیارهای شرعی برای اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس

شاخص سهام شرعی کوالا لامپور در سال ۱۹۹۹ به منظور معرفی اوراق بهادار منطبق با شرع به سرمایه گذاران در بورس مالزی ایجاد شد. معیارهایی برای فرآیند غربالگری شرعی توسط شورای مشورتی شرعی مالزی معرفی شده است؛ بنابراین شرکت های مدیریت سرمایه گذاری اختیار تعیین معیارهای خود برای سهام شرعی را ندارند. فرآیند غربالگری در مالزی دو مرتبه در سال انجام می شود؛ فهرست سهام منتشر می شود و برای عموم لیست می شود.

بر این اساس تمرکز بررسی کمیسیون اوراق بهادار مالزی مبتنی بر فعالیت‌های اصلی شرکت در ارتباط با کالاها و خدمات پیشنهادی آن شرکت است. زیرا فعالیت‌های اصلی بازدهی شرکت را که در نهایت میان سهامداران توزیع می‌شود، تشکیل می‌دهند. چنین فعالیت‌های نیاز است که مشخص شود که آیا برخلاف اصول شرعی هستند یا خیر. اگر فعالیت‌های شرکت شرعی نباشد، اوراق بهادار آن شرکت خاص از فهرست اوراق بهادار منطبق با شرع خارج می‌شود.

معیارهای فعالیت‌های اصلی

۱. این معیارها برای تحلیل این که آیا اوراق بهادار شرکت خاص منطبق با شرع است یا خیر، مورد استفاده قرار می‌گیرند؛
۲. برای تحلیل اوراق بهادار لیست شده در بورس، تصمیم‌گیری بر اساس چهار معیار اصلی صورت می‌گیرد؛
۳. این معیارها پس از مراجعه به منابع شرعی و اوصال شرعی عمومی به دست آمده‌اند؛
۴. این معیارها بر اساس فعالیت‌های یک شرکت خاص تنظیم شده است.

معیار اول؛ ربا به عنوان فعالیت اصلی شرکت

فعالیت اصلی شرکت مبتنی بر ربا است زیرا توسط نهادهای مالی متعارف از قبیل بانک‌های تجاری و شرکت‌های مالی اداره می‌شود. این معیار مبتنی بر آیات ۲۷۵ تا ۲۷۶ سوره مبارکه بقره است که می‌فرماید:

«کسانی که ربا می‌خورند رفتار و کردارشان مانند شخص جن زده و فریب خورده شیطان است و چون رباخواران خوب و بد را تمیز نمی‌دهند، می‌گویند خرید و فروش هم مثل ربا است، با اینکه خدا خرید و فروش را حلال و ربا را حرام کرده پس، به طور کلی هر کس موعظه‌ای از ناحیه پروردگارش دریافت بکند، و در اثر آن موعظه، از معصیت خدا دست بردارد، گناهی که قبلاً کرده بود حکم گناه بعد از موعظه را ندارد، و امر آن به دست خدا است اما اگر باز هم آن عمل نهی شده را تکرار کند، چنین کسانی اهل آتش و در آن جاودانند (۲۷۵). خدا ربا را (که مردم به منظور زیاد شدن مال مرتکب می‌شوند) پیوسته نقصان می‌دهد، و به سوی نابودیش روانه می‌کند، و در عوض صدقات را نمو می‌دهد، و خدا هیچ کافر پیشه دل به گناه آلوده را دوست نمی‌دارد (۲۷۶)».

معیار دوم: شرکتی که فعالیت اصلی آن قمار است

عملیات در حال اجرای چنین شرکت‌هایی قمار، بازی و غیره است. این معیار بر اساس آیات قرآنی است که می‌فرماید:

«ای کسانی که ایمان آورده‌اید خمر و قمار، کار شیطان است؛

معیار سوم: فعالیت اصلی شرکت تولید و فروش محصولات و خدماتی تحریم شده در اسلام است

این موارد عبارتند از:

۱. پردازش، تولید و بازاریابی مشروبات الکلی؛
 ۲. عرضه گوشت حرام مانند گوشت خوک و غیره؛ و
 ۳. ارائه خدمات غیراخلاقی مانند دیسکو، مشروب‌فروشی و غیره.
- این معیار مبتنی بر این آیات ۱۶۸ سوره بقره، ۳ و ۹۰ سوره مائده، ۳۲ سوره اسراء از قرآن کریم است.

معیار چهارم: غرر (عدم اطمینان)

فعالیت اصلی شرکت غرر است مانند معاملات شرکت‌های بیمه متعارف. مبنای تحریم غرر حدیث مشهور پیامبر (ص) است که می‌فرماید: «نهی النبی (ص) عن بیع الغرر».

تأیید محصول مالی در حوزه اوراق بهادار در شرکت‌های ترکیبی

روش‌شناسی مورد استفاده در تأیید اوراق بهادار ترکیبی مبتنی بر ساخت معیاری مشخص برای اندازه‌گیری میزان مشخصی از عناصر تحریم شده است. این دیدگاه شریعت عموم البلاء و غرر یسیر را به‌عنوان معیار برای قضاوت در مورد لیست شدن شرکت با ترکیب عناصر ممنوع شده و مجاز در نظر می‌گیرد. بر اساس نظر شورای مشورتی فقهی کمیسیون اوراق بهادار، شرکت‌های دارای سطح معینی از عناصر ممنوع که از معیار تعیین شده توسط کمیسیون اوراق بهادار تجاوز نمی‌کند، می‌توانند در لیست اوراق بهادار منطبق با شرع قرار گیرند.

تعریف شرکت ترکیبی

شرکت ترکیبی شرکتی است که فعالیت‌های اصلی کسب‌وکار آن منطبق با شرع است اما برخی فعالیت‌های ممنوع را نیز انجام می‌دهد. در نظر گرفتن این نوع شرکت‌ها در فهرست اوراق بهادار سازگار با شریعت مطابق با برخی شرایط به شرح زیر است:

۱. باید فعالیت‌های اصلی شرکت با اصول شریعت در تضاد نباشد همان‌گونه که در چهار معیار اول به آن‌ها اشاره شد. به علاوه عنصر حرام باید در مقایسه با فعالیت‌های اصلی بسیار کم باشد؛
۲. وجه عمومی شرکت باید خوب باشد؛ و
۳. فعالیت‌های اصلی شرکت اهمیت و مصالح برای جامعه مسلمان و کشور داشته باشد، و عنصر حرام در آن بسیار کم باشد و موضوعاتی نظیر عموم البلاء، عرف و حقوق جامعه غیرمسلمان را که توسط اسلام پذیرفته شده‌اند را نیز در بر گیرد.

مبنای ساخت معیار

بر اساس نظر کمیسیون اوراق بهادار، هدف معیارهای مشخص اطمینان یافتن از این مسئله است که عناصر ممنوع حداقل هستند. کاربرد معیارها به‌عنوان یک مبنا می‌تواند از باب احتیاط باشد تا میزانی از احتیاط در طبقه‌بندی شرکت ترکیبی بر اساس طبقه مجاز فراهم گردد. این بحث برای برخی عناصر سنتی نظیر مصالح، عموم البلاء، فساد الزمان و حقوق غیرالمسلمین مبنا شده است. مثالی از این معیارسازی در فتاوا استفاده می‌شود نظیر پوشیدن لباس‌های ابریشم توسط مردان که نسبت نخ ابریشم ترکیبی با نخ معمولی را در صورتی که بیش‌تر از ۵۰ درصد نباشد، مجاز می‌داند.

معیار یک سوم

پیامبر اسلام (ص) شرط یک سوم (۳۳٪/۳۳) را یک محدودیت بسیار سخاوتمندانه می‌داند که می‌تواند برای استفاده به عنوان معیار برای شرکت‌های ترکیبی در نظر گرفته شود. این موضوع می‌تواند میراث سعد ابن ابی وقاص در نظر گرفته

شود که قصد داشت دارایی‌هایش را به فقرا ببخشد همان‌گونه که در حدیث ذیل اشاره شده است:

«روزی پیامبر اسلام (ص) سعد ابن ابی‌وقاص را ملاقات نمود که بیمار بود. سعد به پیامبر (ص) احساس خود را ابراز نمود و گفت که بیماری وارد مرحله آخر شده و مرگ وی نزدیک است. وی از پیامبر (ص) در مورد بخشش دارایی‌هایش به فقرا سؤال نمود در حالی که یک دختر داشت که ثروتش را به ارث برد. بنابراین، سعد آرزو کرد که دو سوم دارایی‌هایش را به فقرا ببخشد. با این حال، پیامبر اسلام (ص) مخالفت خود را ابراز فرمودند. سپس سعد پرسید که آیا می‌تواند یک دوم دارایی‌هایش را ببخشد و پیامبر (ص) مجدد فرمودند خیر. سپس پیامبر (ص) فرمودند: یک سوم کافی است و این خیلی زیاد است».

بر مبنای این فرمایشات پیامبر اسلام (ص)، یک سوم یا $\frac{33}{100}$ کفایت را نشان می‌دهد و می‌تواند به عنوان یک رهنمود برای مبنای فرموله کردن معیار استفاده شود. سؤالی که مطرح می‌شود این است که آیا این معیار برای استفاده در شرکت‌های ترکیبی مناسب است؟، زیرا این حدیث مربوط به دارایی به ارث گذاشته شده و بخشش آن به فقرا است. با این حال، نمی‌توان انکار کرد که این نسبت می‌تواند به عنوان معیار برای تعیین یک حد بالای ترکیبی استفاده شود زیرا مقدار بیشتر از درصد تعیین شده، بیش از اندازه در نظر گرفته خواهد شد.

معیار مبتنی بر غبن فاحش

هیچ اختلاف نظری میان فقها وجود ندارد که غبن فاحش در شرع پذیرفته نیست و منجر به معاملات مالی نامعتبر می‌شود. از سوی دیگر، هیچ بحثی وجود ندارد که غبن یسیر توسط شریعت پذیرفته شده و معامله مالی معتبر خواهد بود. در نتیجه، در این جا این ابهام وجود دارد که آیا غبن، بیش از اندازه در نظر گرفته شود یا نادیده گرفته شود، و این به درجه غبن وابسته است. به خاطر ابهامی که در اندازه‌گیری غبن وجود دارد و ممکن است منجر به اختلاف شود، معیار طراحی شده نیاز به تثبیت انتشار نظر شریعت در مورد اوراق بهادار دارد.

کمیسیون اوراق بهادار مالزی معیارهای زیر را بر مبنای نظر مذهب حنفی طراحی نموده است:

۱- ۵ درصد برای کالاهای معمولی؛

۲- ۱۰ درصد برای حیوانات از قبیل حیواناتی که برای سواری استفاده می‌شوند؛ و

۳- ۲۰ درصد برای دارایی‌های ثابت.

وجهه به عنوان معیاری برای شرکت‌های لیست شده

وجهه و تصویر بخشی از معیارهای شریعت است که مبنای تحلیل شرکت‌های لیست شده در بورس سهام قرار می‌گیرد. بر اساس نظر کمیسیون اوراق بهادار مالزی، وجهه و تصویر شرکت به عنوان یک معیار استفاده می‌شود زیرا وجهه و تصویر به سه مبنای زیر برمی‌گردد:

۱. تصویر مبتنی بر مقاصد الشریعه: تصویر و وجه شامل منفعت عمومی و ترکیب فعالیت‌هایی است که منطبق با شرع نیستند ولی در عین حال کوچک و قابل چشم‌پوشی هستند. برای مثال، فعالیت‌های هتل. چنین وجه و تصویری، معیار ۲۵ درصد دارد.

۲. تصویر مبتنی بر صد الذریعه: تصویر و وجه شامل فعالیت‌هایی است که منافع مورد مناقشه است و ممکن

است منجر به حرام و زیان به شهرت شود. برای مثال، ساخت می‌توان به ساخت پیشگیر اشاره کرد. چنین وجهه و تصویری معیار ۵ درصد دارد.

۳. تصویر مبتنی بر فاکتورهای بین مصالح و صدالذریعه: تصویر و وجهه شامل فعالیت‌هایی است که به‌طور عمده به سود جامعهٔ مسلمان است ولی در زمان مشابه با عنصر منفی که تصویر بدی از جامعه مسلمان را نشان می‌دهد. برای مثال، فروش مشروب به حمل‌ونقل عمومی. چنین تصویری معیار مشخصی ندارد و تصمیم در مورد آن مبتنی بر اختیارات کمیسیون اوراق بهادار مالزی است.

رویکرد کیفی و کمی در فرآیند غربالگری در بازار سرمایه

دو روش در فرآیند غربالگری استفاده می‌شود: رویکرد کمی و رویکرد کیفی.

رویکرد کمی

نخستین روش از طریق رویکرد کمی است. در این روش، تصمیم کمیسیون اوراق بهادار مبتنی بر درصد مشارکت فعالیت‌هایی است که با سود و درآمد گروهی قبل از مالیات که از طریق کمیسیون ایجاد شده سازگار نیست. کمیسیون اوراق بهادار این درصد را با معیاری که مشخص شده است از قبیل ۵ درصد، ۱۰ درصد و ۲۵ درصد مقایسه می‌کند.

رویکرد کیفی

دومین روش از طریق رویکرد کیفی است.

- این روش بک رویکرد کیفی است (غیرکمی)؛
 - از طریق ای روش، تصمیم کمیسیون اوراق بهادار مبتنی بر چندین فاکتور خارجی شرکت است نظیر تصویر و وجهه، مصالح و غیره.
 - این روش برای فعالیت‌هایی که با شریعت منطبق نیستند به منظور تصمیم‌گیری در مورد وضعیت شرکت لیست شده به معیار رجوع نمی‌کند.
- تصمیم کمیسیون اوراق بهادار در مورد وضعیت اوراق بهادار لیست شده با تصویر و وجهه شرکت در ارتباط است که این به طبقه‌بندی مورد اشهر در ذیل بستگی دارد.

تصویر همراه با شاخص

تعریف تصویر: تصویر دیدگاه شریعت در مورد یک موضوع خاص تعریف می‌شود زیرا ادراک یا تصور ذهنی از چیزی اگر مبتنی بر قانون شریعت نباشد، از دیدگاه قانونی بی معنی است.

تعیین وضعیت شرکت‌ها مبتنی بر تصویر با استفاده از روش کمی به دست می‌آید زیرا کمیسیون اوراق بهادار شاخصی برای معیار تصویر فرموله کرده است. این شاخص به دو فعالیت تقسیم می‌شود همان‌طور که در موارد ذیل دیده می‌شود:

الف. فعالیت‌های هتلداری (شامل استراحتگاه‌ها و کلبه‌ها) - ۲۵٪

کمیسیون اوراق بهادار تصویب نمود که فعالیت‌های هتلداری منطبق با شریعت نیست به دلیل تصویر آن. این مسئله به

دلیل وجود باشگاه‌های شبانه است که توسط مدیریت هتل‌ها ارایه می‌شود: ممیزان مشارکت باشگاه‌ها در هتل ملاک نیست زیرا این بخش به کل مهمانان هتل خدمات ارایه می‌دهد. علاوه بر این، فعالیت هتلداری تصویر منفی به عموم می‌دهد. همین‌طور، کمیسیون اوراق بهادار شاخص ۲۵ درصدی در مورد فاکتور تصویر برای فعالیت‌های هتلداری قرار داد.

ب. ساخت یا بازاریابی پیشگیر^۱ - ۵٪

کمیسیون اوراق بهادار تصویب نمود که به دلیل معیار تصویر، ساخت و بازاریابی پیشگیرها منطبق با شریعت نیست. همین‌طور، کمیسیون اوراق بهادار شاخص ۵ درصدی قرار داد. این تصمیم مبتنی بر مطالعاتی است که نشان می‌دهد پیشگیرها برای فعالیت‌های غیراخلاقی نیز استفاده می‌شوند.

تصویر بدون شاخص

در مورد تصمیم‌گیری در مورد وضعیت شرکت‌ها مبتنی بر تصویر، به طور معمول بر مبنای مورد به مورد انجام می‌شود و شاخص‌ها را در بر نمی‌گیرد. این روش مبتنی بر تصمیمات کیفی اتخاذ شده توسط کمیسیون اوراق بهادار است. این روش می‌تواند در موارد زیر به کار گرفته شود:

- ۱- ارایه خدمات مشروبات الکلی در حمل و نقل عمومی؛
- ۲- کسب و کار مبتنی بر گوشت خوک؛
- ۳- فروش مشروبات الکلی به رستوران‌ها؛
- ۴- تصاحب شرکت‌های کازینو؛
- ۵- تبلیغات مشروبات الکلی؛ و
- ۶- سهامدار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس که منطبق با شریعت نیستند.

مبانی ارزیابی شریعت در مورد تحلیل تصویر

اکثر تصمیمات در مورد تصویر فعالیت‌ها، بر اساس فعالیت‌های شرکت‌های ترکیبی است. این بدان معنی است که اصول شرعی یکسان و مشابه مورد استفاده در ارزیابی شرکت‌های ترکیبی برای تحلیل تصویر نیز استفاده می‌شوند. اصول شرعی مورد استفاده در مطالعات تصویر به صورت ذیل است:

ارتباط تصویر و اصول شرعی

اصول شرعی برای شرکت‌های ترکیبی همان‌گونه که پیش‌تر اشاره شد، برای ارزیابی وضعیت تصویر نیز استفاده می‌شود. به منظور ایجاد ارتباط میان اصول شرعی و تصویر و روشن‌تر کردن و کامل‌تر کردن آن، اصول زیر برای معیار تصویر استفاده می‌شود. سه اصل مهم عبارتند از:

- ۱- مقاصد الشریعه

^۱Condom

۲- صد الذریعه

۳- محل اتصال مقاصد الشریعه و صد الذریعه

خلاصه‌ای از روش کمیسیون اوراق بهادار مالزی

فرآیند غربالگری کمیسیون اوراق بهادار شامل دو دسته مهم از اوراق بهادار منطبق با شریعت است که در ادامه تبیین خواهند شد.

دو روش وجود دارد: روش کمی و روش کیفی:

روش کیفی: در این روش، هدف محاسبه درصد فعالیت‌های غیرمجاز در درآمد و سود شرکت قبل از مالیات می‌باشد. درآمد و سود قبل از مالیات برای آخرین سال مالی در صورت سود و زیان شرکت نشان داده می‌شود. محاسبه درصد به صورت ذیل است:

مرحله ۱: تعیین درآمدها (مجموع درآمد) و سود قبل از مالیات شرکت

مرحله ۲: شناسایی و اندازه‌گیری درآمد و سود قبل از مالیات از محل فعالیت‌های غیرمجاز

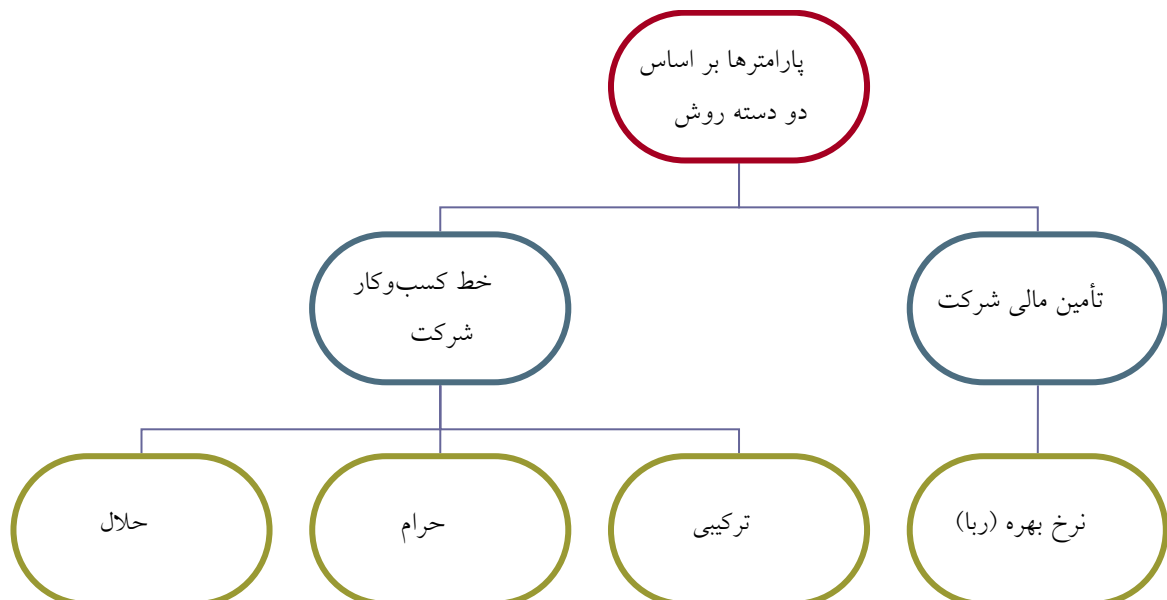
مرحله ۳: تعیین درصد به صوت ذیل:

۱. درآمد از محل فعالیت‌های غیرحلال ضربدر ۱۰۰

مجموع درآمدهای شرکت

۲. سود قبل از مالیات از محل فعالیت‌های غیرمجاز ضربدر ۱۰۰

سود قبل از مالیات کلیه فعالیت‌های شرکت



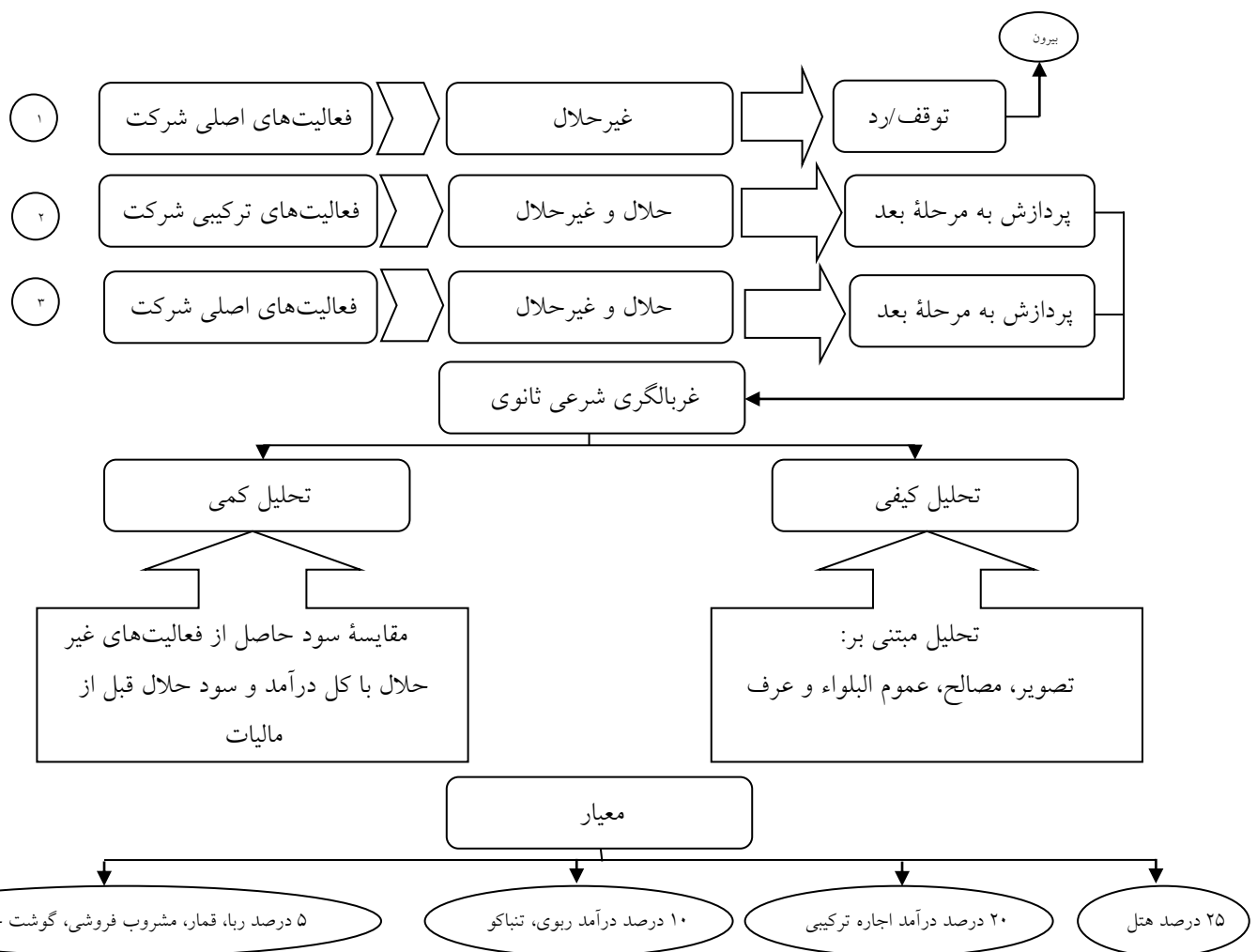
مرحله ۴: مقایسه درصد درآمد و سود قبل از مالیات با معیار. کمیسیون اوراق بهادار معیارها را به صورت ذیل تعیین

کرده است:

معیار ۵٪: شرکتهایی که درآمد/ سود قبل از مالیات آنها از محل فعالیت‌های غیرمجاز بیش‌تر از ۵٪ باشد، سهام آنها در لیست سهم‌های منطبق با شریعت فهرست نمی‌شود.

معیار ۲۵٪: گروه شرکتهایی که شعبات مربوط به آنها در فعالیت‌های غیرمجاز هستند مانند هتل‌ها، اگر این هتل، درآمدها/ سود قبل از مالیات کمتر از ۲۵ درصد درآمدها یا سود قبل از مالیات گروه را دارد، سهام آن منطبق با شرع نیست. از این رو، اگر سهام کمتر از ۲۵ درصد باشد، سهام به عنوان منطبق با شریعت پذیرفته می‌شود.

روش کیفی: روش کیفی کاربرد موردی دارد. این روش برای مواردی که فعالیت اصلی شرکت به مصلحت جامعه است اما کمی عناصر غیرمجاز نیز دارد، استفاده می‌شود. ارزیابی بر اساس معیار ۱۰ تا ۲۵ درصد است.



مثالی از معیار ۵ درصد

شرکت الف به عنوان شرکت منطبق با شریعت پذیرفته نشده است زیرا درصدی از درآمد قبل از مالیات آن ناشی از قمار است و این فعالیت بیش از ۵ درصد درآمد قبل از مالیات گروه را در بر می‌گیرد.

مثالی از معیار ۱۰ درصد

شرکت الف یک نهاد آموزشی است که بخشی از سرمایه خود را در بانک تجاری متعارف به صورت سپرده سرمایه‌گذاری با بهره ثابت قرار داده است. اگر میزان درآمد بهره حاصل از حساب سپرده با بهره ثابت به درآمد گروه بیش از معیار ۱۰ درصد باشد، سهام شرکت الف منطبق با شریعت نیست.

معیار				
۲۵٪	۲۰٪	۱۰٪	۵٪	%
این معیار برای دسترسی به میزان مشارکت در فعالیت‌هایی است که معمولاً بر اساس شریعت مجاز هستند و به مصلحت عموم است ولی عناصری در آن هست که ممکن است بر روی وضعیت شرعی این فعالیت‌ها اثرگذار باشد. در میان فعالیت‌هایی که به این معیار تعلق دارد می‌توان به هتلداری، معامله سهام، کارگزاری سهام و غیره اشاره کرد. این فعالیت‌ها ممکن است شامل فعالیت‌های دیگری باشد که شرعی نباشند.	این معیار برای دسترسی به میزان مشارکت از پرداخت‌های اجاره ترکیبی است که منطبق با شریعت نیستند مثل اجاره‌بهای پرداختی از سوی اماکن اجاره شده برای قمار، مشروب فروشی و غیره.	این معیار برای دسترسی به میزان مشارکت در فعالیت‌هایی است که عناصری را (عموم البلاء) در برمی‌گیرد که ممنوع هستند و بر اکثر مردم تأثیرگذار هستند و اجتناب از آن مشکل است مانند درآمد بهره حساب‌های سرمایه‌گذاری بانک‌های متعارف. این معیار برای فعالیت‌های مرتبط با تنباکو نیز استفاده می‌شود.	این معیار برای دسترسی به میزان مشارکت در فعالیت‌هایی است که به طور روشن ممنوع است مانند ربا، قمار، مشروب فروشی و گوشت خوک	توضیح

مثالی از معیار ۲۵٪

شرکت الف گروه شرکت‌هایی است که در صنعت مستغلات فعالیت دارند. یکی از شرکت‌های زیرمجموعه فعالیت هتلداری انجام می‌دهد که فعالیت‌های غیرمجاز دارد و بر اساس نظر کمیسیون اوراق بهادار مالزی سهام آن منطبق با شریعت نیست. اگر درآمد قبل از مالیات هتل بیش از ۲۵ درصد درآمد قبل از مالیات گروه باشد، شرکت الف منطبق با شریعت نخواهد بود.

نتیجه‌گیری

در این گزارش رویکردهای مختلف غربالگری که از سوی نهادهای ناظر برخی کشورهای اسلامی مانند مالزی، شرکت‌های طراح شاخص مانند داو جونز و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مانند گروه المیزان ارایه می‌شود، تبیین شد. برخی از این رویکردها کمی بوده و بیشتر ناظر به نسبت‌های مالی مختلفی است که از سوی این نهادها پیشنهاد شده است و برخی رویکردها نیز کیفی است مانند رویکردهای ارایه شده از سوی کمیسیون اوراق بهادار مالزی. نکته قابل تأمل در مورد همه این رویکردها آن است که آن‌ها در کشورهایی مورد استفاده قرار می‌گیرد که دارای نظام مالی دوگانه هستند یعنی هم نهادهای مالی متعارف در این کشورها فعالیت دارد و هم نهادهای مالی ارایه‌دهنده خدمات مالی اسلامی مانند مالزی. نکته دیگری که قابل ذکر است این رویکردها مبتنی بر فقه اهل تسنن بوده و در کشورهایی کاربرد دارد که اکثریت مطلق مسلمانان آن کشورها، پیروان مذاهب چهارگانه اهل تسنن می‌باشند. از این رو، کاربرد این رویکردها در ایران از چند جنبه قابل تأمل است: نخست این که بر اساس قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران کلیه فعالیت‌های اقتصادی در ایران از جمله نظام مالی کشور باید بر اساس موازین اسلامی و مذهب رسمی کشور باشد که انعکاس این مهم در قوانین مصوب مجلس شورای اسلامی است که با تأیید شورای نگهبان قانون اساسی، رسمیت پیدا می‌کند. در نتیجه، استفاده از این رویکردها در ایران کاربردی ندارد. از سوی دیگر استفاده از این رویکردها برای مسلمانان شیعه به عنوان ملاکی برای تمییز فعالیت‌های حلال از حرام نیز مناسب نیست، زیرا این رویکردها مبتنی بر فقه اهل تسنن است و بسیاری از آن‌ها بر اساس مبانی فقه شیعه صحیح نیست لذا باید بررسی تطبیقی در این زمینه صورت گیرد.

منابع:

١. IFSB, A Comparison of Major Sharī'ah Screening Methodologies, IFSB-FIS Workshop Series for RSAs (ICM Sector) 10 - 12 October 2017 | Kuala Lumpur, Malaysia.
٢. Hassan, M. Kabir & Michael Mahlkecht, Islamic Capital Markets: *Products and Strategies*, 2011 John Wiley & Sons, Ltd.