

# طراحی صندوق سرمایه گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۰۲/۲۴ تاریخ تأیید: ۱۳۸۸/۱۱/۱

محمدنقی نظرپور\*

محبوبه ابراهیمی\*\*

## چکیده

صندوق سرمایه گذاری مشترک (Mutual Funds) نهاد مالی تخصصی است که با وجوه سرمایه گذاران، در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه گذاری کرده و در برابر، واحدهای سرمایه گذاری خود را به آنان وا می گذارد. هر واحد سرمایه گذاری صندوق، نماینده نسبتی از پرتفوی اوراق بهاداری است که صندوق، به نمایندگی از سرمایه گذاران خریداری و اداره می کند. نوع اوراق بهاداری که در صندوق خریداری می شود به هدف صندوق بر می گردد. انتخاب پرتفوی اوراق بهادار این صندوق ها در کشورهای اسلامی، به ویژه ایران با محدودیت هایی روبه رو است؛ این صندوق ضمن رعایت فقه اسلامی باید به گونه ای طراحی شوند که از سوددهی مطلوب و اقبال عمومی نیز برخوردار باشند. در این جهت، مقاله حاضر ضمن معرفی ویژگی ها و بیان کارکرد برخی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، به طراحی و تبیین ساختار صندوق های سرمایه گذاری با اوراق بهادار اسلامی خواهد پرداخت.

روش تحقیق مقاله، روش توصیفی و تحلیل محتوا با استفاده از منابع معتبر است. با به کارگیری

Email: nazarpur@mofidu.ac.ir

Email: mahboobeh.ebrahimi@gmail.com

\*. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه مفید.

\*\*دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه مفید.

این روش به بررسی این فرضیه می‌پردازیم که «گسترش و تعمیق صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مشتمل بر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) با توجه به بازدهی‌های ثابت و متغیر آنها، باعث رونق بازار سرمایه می‌شود».

**واژگان کلیدی:** صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی، اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، اوراق مشارکت، اوراق استصناع، اوراق مرابحه، اوراق اجاره.  
طبقه‌بندی JEL: G11, G23.

## مقدمه

در تمام جوامع، از سویی برخی از افراد با مازاد منابع روبه‌رو می‌شوند و از سوی دیگر، بسیاری از فعالان اقتصادی دارای دانش فنی و تجربه عملی قابل قبول، فاقد منابع لازم برای سرمایه‌گذاری هستند. در این میان بازارهای مالی کارا، بازارهایی هستند که با ارایه ابزارها و نهادهای مالی متنوع و با کارکردهای متفاوت به شایستگی از عهده تبادل وجوه مازاد میان خانوارها، بنگاه‌ها و دولت بر آیند.

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری از جمله نهادهای مالی بازار سرمایه شمرده می‌شوند که در طی سال‌های اخیر به جایگاه ویژه‌ای در این بازار دست یافته‌اند. رشد روزافزون این صندوق‌ها نمایانگر اقبال عمومی به آنها در عرصه اقتصاد ملی است. قابلیت بازخرید سهام به وسیله صندوق یا به عبارت دیگر نقدینگی بالای واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و همچنین تنوع فعالیت براساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد، کاهش هزینه‌های کارگزاری و عملیاتی در مقایسه با معامله‌های کوچک سرمایه‌گذاران، کاهش خطر سرمایه‌گذاری از راه مالکیت در سبد مالی متنوع، از جمله مزیت‌هایی است که باعث جلب مردم به سوی سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها می‌شود (جعفری سرشت، ۱۳۸۶: ۱۴).

بدیهی است هر چه ابزارهای مالی مورد استفاده در این نهاد که به صورت الگوهای سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرند، تنوع بیشتری داشته باشند و بتوانند به هدف‌ها، سلیقه‌ها و روحیه‌های متنوع صاحبان پس‌انداز پاسخ مثبت دهند، زمینه مشارکت افراد بیشتری را فراهم کرده و باعث رونق بیشتر اقتصاد خواهند شد. بر این اساس، مقاله حاضر به پیشنهاد تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری با اوراق بهادار اسلامی (صکوک) شامل اوراق

اجاره، اوراق استصناع (سفارش ساخت)، اوراق مرابحه و اوراق مشارکت پرداخته تا ضمن تطابق با شریعت اسلامی بر قابلیت‌ها و کارکردهای صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری افزوده، باعث اعتماد بیشتر مردم به صندوق‌ها شده و در کنار الگوهای دیگر سرمایه‌گذاری، نقش صندوق مشترک سرمایه‌گذاری را در رشد و توسعه اقتصادی گسترش دهد.

باید به این نکته توجه داشت که اوراق استصناع، اجاره و مرابحه مکمل اوراق مشارکت هستند. اوراق مشارکت بازده متغیر و دیگر اوراق معرفی شده بازده ثابت دارند و چون افراد جامعه روحیه‌های متفاوتی دارند، برخی ریسک‌گریز و برخی ریسک‌پذیر، از این رو طراحی این نوع اوراق می‌تواند سرمایه‌های مورد نیاز را از هر دو طیف افراد جامعه تأمین سازد و همچنین در صورت ترکیب این اوراق در صندوق، ریسک بازدهی سرمایه‌گذاری صندوق به علت بازدهی‌های متفاوت اوراق کاهش می‌یابد. در اوراق بهادار اسلامی، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های حقیقی و در فعالیت‌های اقتصادی مشارکت دارند و بازدهی طرح‌ها و پروژه‌ها بر درآمد صاحبان اوراق اثر می‌گذارد و سود اوراق متأثر از بخش واقعی اقتصاد می‌شود.

از این رو، هدف‌گذاری صکوک به سوی گروه‌های متنوع‌تر سرمایه‌گذاران، با توجه به نیازهای نقدینگی متفاوت و کاهش ریسک صندوق، می‌تواند در گسترش صندوق مشترک سرمایه‌گذاری و در رسیدن به هدف‌های والایی که شریعت اسلامی در نظر گرفته نقش به‌سزایی داشته باشد و از طرف دیگر به علت ویژگی‌های اقتصادی اوراق پیش‌گفته در مقایسه با الگوهای دیگر سرمایه‌گذاری موجود، رشد و توسعه اقتصادی مناسبی برای جامعه فراهم می‌شود.

مقاله حاضر می‌کوشد تا با طراحی صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی و معرفی برخی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در جایگاه الگوهای سرمایه‌گذاری، به‌گسترش و تعمیق نقش سرمایه‌گذاران مسلمان در بازارهای مالی بپردازد. گرچه صندوق‌های مشترکی که مشتمل بر سهام شرکت‌ها باشند نیز صندوق مشترک اسلامی تلقی خواهند شد، اما تمرکز ما در مقاله حاضر بر صندوق‌های حاوی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است که اخیراً در کشورهای اسلامی رواج یافته است. بنابراین فرضیه تحقیق این است که گسترش و تعمیق صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مشتمل بر اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، با توجه به بازدهی‌های ثابت و متغیر آنها باعث رونق بازار سرمایه می‌شود.

در مقاله حاضر به روش توصیفی و تحلیل محتوا و با استفاده از منابع معتبر، نخست مروری گذرا بر مفهوم صندوق سرمایه‌گذاری مشترک داشته و با معرفی اوراق اجاره، استصناع، مشارکت و مرابحه در جایگاه ابزاری برای سرمایه‌گذاری، به پیشنهاد تأسیس صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی و طراحی انواع صندوق‌های اسلامی با بازده‌های متفاوت پرداخته و در پایان نقش آن را در فراهم ساختن بسترهای مناسب رشد و توسعه اقتصادی تشریح می‌کنیم.

## ۲. ادبیات و پیشینه تحقیق

پس از جنگ جهانی اول، رونق اقتصادی امریکا باعث تشکیل سرمایه‌های کوچک و بزرگ نزد خانوارهای امریکایی شد و تمایل آنها به سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیرمستقیم بر روی سهام شرکت‌ها افزایش یافت؛ از این رو، نخستین صندوق مشترک سرمایه‌گذاری به شکل امروزی به نام تراست سرمایه‌گذاران ماساچوست در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون امریکا تشکیل شد (همان: ۶). از آن سال تاکنون، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در جهان به صورت موفقیت‌آمیزی فعالیت خود را ادامه داده‌اند. به طوری که فقط در امریکا تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از ۶۸ صندوق در سال ۱۹۴۰ به بیش از ۸۱۲۶ صندوق در پایان سال ۲۰۰۳ رسیده است. این تعداد صندوق در امریکا تا سال ۲۰۰۳ حدود ۷ هزار میلیارد دلار دارایی را جمع‌آوری کرده بودند؛ در حالی که در سال ۱۹۸۰ مجموع دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فقط ۲۴۱ میلیارد دلار بوده است (همان: ۸).

نخستین صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی در سال ۱۹۸۶م در ایالات متحده با نام صندوق امانه (Amana Income Fund) تأسیس شد. این صندوق به وسیله اعضای صندوق امین اسلامی امریکای شمالی (NAIT) شروع به فعالیت کرد. صندوقی که بر درآمد مساجد ایالات متحده نظارت دارد (صالح‌آبادی، ۱۳۸۵: ۳۰). پس از آن در سال ۱۹۸۷ دو شرکت به نام‌های التوفیق و الامین با تمرکز بر بخش‌های گوناگونی مانند: املاک و مستغلات و همچنین سرمایه‌گذاری بین‌المللی، در توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی بسیار کامیاب عمل کردند (همان). در ادامه، افزایش آگاهی و تقاضا برای سرمایه‌گذاری طبق اصول شرع در سطح جهان باعث شد که روند تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی

شدت بگیرد. افزون بر مسلمانان که به علت تعهدهای مذهبی خود از این نهادها استفاده می‌کردند، سرمایه‌گذاران غیرمسلمان که شرایط ریسک و بازده این صندوق‌ها برای آنها جذاب بود، نیز از صندوق مشترک اسلامی استقبال کردند.

افزون بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی، انواع دیگری از صندوق‌های اسلامی مانند: صندوق‌های دارایی و املاک، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مباحه، صندوق‌های کالا و صندوق‌های لیزینگ وجود دارند. این صندوق‌ها با انواع کلاسیک خود از این جهت تفاوت دارند که در سرمایه‌گذاری‌های خود اصول شرعی را نیز رعایت می‌کنند.

به‌طور کلی، بین سال‌های ۲۰۰۱ - ۱۹۹۴م. در حدود ۱۲۰ صندوق اسلامی تأسیس شد که بیش از ۶۰ درصد این صندوق‌ها با هدف سرمایه‌گذاری در سهام بین‌المللی تشکیل شدند. با وجود این، صندوق‌های مشترک اسلامی در میان دیگر صندوق‌ها نه تنها در جهان اسلام بلکه در کشورهای غیرمسلمان نیز از رشد سریعی برخوردار هستند و بیشترین فعالیت آنها، سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های سازگار با شریعت است.

در حال حاضر صندوق‌های مشترک اسلامی با بیش از ۳۰۰ مؤسسه مالی یکی از نهادهای مالی در حال رشد در نظام مالی اسلام است (Elfakhani & Hassan, 2005). حجم صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی در حدود ۳/۳ میلیارد دلار برآورد می‌شود که در هفت سال گذشته بیش از ۲۵ درصد رشد کرده است (Al Rifai, 2003). با وجود این به علت عدم آگاهی و کمبود ابزار سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها، در مقایسه با صنعت صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری جهان، هنوز در مرحله نخستین دوره رشد و توسعه خود است (همان).

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود صندوق‌های پیش‌گفته به ضرورت در بر دارنده صکوک نیستند، بلکه مجموعه سهام شرکت‌هایی هستند که در فعالیتهای مجاز اقتصادی براساس دیدگاه اسلام فعالیت می‌کنند. در نوشتار حاضر با رویکردی متفاوت، در صدد طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی مبتنی بر صکوک هستیم تا با معرفی صندوق سرمایه‌گذاری با محتوایی متمایز، بستر مناسبی برای رونق بیشتر بازار سرمایه داشته باشیم. ریاضت (۱۳۷۵) در پایان‌نامه خود با عنوان «بررسی روش‌های تأمین مالی و الگوهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی»، ضمن تشریح انواع صندوق‌های

سرمایه‌گذاری، شیوه‌های تأمین مالی صندوق‌ها و الگوهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها را با مبانی و مفهومی‌های فقهی مورد بررسی قرار داده است. بدیل‌های سرمایه‌گذاری که در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته‌اند، عبارت هستند از: سهام، اوراق مشارکت، معامله‌های اختیار، ابزارهای بازار پول و سرانجام ابزارهای با درآمد ثابت.

کاظمیان (۱۳۸۳) به معرفی صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر به منظور تأمین مالی شرکت‌های کارآفرینی فناورانه با توجه به فقه اسلامی پرداخته است. وی به دنبال معرفی الگوی مناسب جهت تأسیس صندوق پیش‌گفته در کشور به بررسی روش‌های تأمین مالی اسلامی صندوق از راه عقدهای اسلامی مانند: مضاربه، مشارکت، جعاله، سلف، مزارعه، مساقات، اجاره و سرانجام وکالت پرداخته است.

جعفری‌سرشت (۱۳۸۶) در گزارش شناخت صندوق مشترک سرمایه‌گذاری به بیان و معرفی این صندوق‌ها در جهان پرداخته و در ادامه نکته‌هایی درباره صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در ایران مطرح کرده است. وی در این گزارش به بیان برخی ضرورت‌های تشکیل صندوق و مسایل و مشکل‌های صندوق در ایران پرداخته است.

حسن و تگ‌الدین (Hassan & Tag el-din, 2005) به بررسی رابطه بین صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی و شاخص داو جونز اسلامی پرداخته‌اند. آنها به بررسی آزمون حباب قیمتی دو تا از بزرگترین صندوق‌های اسلامی (Amana & Amanx) به صورت داده‌های ماهانه و هفتگی در بازار پرداخته‌اند. نتیجه‌های آماری حاصل از این مطالعه نشان‌دهنده عدم وجود حباب قیمتی بوده است.

ایلفخانی و حسن (Elfakhani & Hassan, 2005)، در مطالعه‌های خود به بررسی عملکرد ۴۶ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در ۸ بخش گوناگون پرداخته‌اند. این بخش‌ها عبارت هستند از: صندوق‌های سهام جهانی، صندوق‌های سهام امریکا، صندوق‌های سهام اروپا، صندوق‌های سهام آسیا، صندوق‌های سهام مالزی، صندوق‌های سهام در حال رشد جهان، صندوق‌های در حال رشد آفریقای جنوبی و صندوق‌های فناوری. نتیجه‌های به‌دست آمده بیان‌گر این مطلب است که صندوق‌های در حال رشد جهان دارای بهترین عملکرد و بعد از آن به ترتیب صندوق امریکا و آفریقای جنوبی است و بدترین عملکرد برای صندوق‌های آسیای بوده است.

با بررسی مرکز مدارک علمی ایران (بزرگترین پایگاه اطلاعاتی کشور درباره پایان‌نامه‌ها و مقالات [www.irandoc.ac.ir](http://www.irandoc.ac.ir)) و بررسی کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و دیگر مراکز موجود در داخل و خارج کشور، نشان می‌دهد که این نخستین تحقیق است که به معرفی و امکان‌سنجی صندوق مشترک سرمایه‌گذاری براساس اوراق بهادار اسلامی (صکوک) می‌پردازد.

### ۳. صندوق مشترک سرمایه‌گذاری

صندوق مشترک سرمایه‌گذاری نوعی شرکت سرمایه‌گذاری است که وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کند (ICI, 2006) و در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران این‌گونه تعریف می‌شود:

«نهاد مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند» (مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۳: ماده ۱، بند ۲۰).

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری از راه عرضه واحدهای سرمایه‌گذاری خود به عامه مردم، وجوه مورد نیاز را تأمین می‌کنند و آنها را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ابزارهای کوتاه‌مدت پولی و دارایی‌های دیگر با توجه به هدف صندوق، به‌طور حرفه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند. ترکیب دارایی‌های صندوق مشترک به‌صورت پرتفوی یا سبد صندوق شناخته می‌شود، خریداران واحدهای سرمایه‌گذاری، به نسبت سهم خود بخشی از مالکیت سبد اوراق بهادار صندوق را به دست می‌آورند و هر واحد سرمایه‌گذاری بیانگر نسبت مالکیت هر یک از سرمایه‌گذاران در دارایی‌های صندوق و درآمد ناشی از آن دارایی‌ها است (جعفری‌سرشت، ۱۳۸۶: ۵).

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری به سهامداران خود این امکان را می‌دهند که منابع مالی خود را در این شرکت انباشته کرده و به این وسیله به هنگام خرید دسته‌بزرگی از سهام یا اوراق قرضه، هزینه‌های دادوستد را کاهش دهند. گذشته از این، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در انواع گوناگون دارایی‌ها در قالب سبد مطلوب سرمایه‌گذاری می‌کنند. سهامداران می‌توانند در هر زمان سهام خود را به صندوق بفروشند و ارزش این

سهام بر مبنای ارزش روز سبد صندوق تعیین شود (میشکین، ۱۳۸۱: ۵۰).

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، سرمایه باز دارند و با میزان تقاضا یا عرضه سهم صندوق، میزان سرمایه آن تغییر می‌کند. هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک باید امیدنامه (چشم‌انداز) صندوق شامل هدف‌ها و اشکال سرمایه‌گذاری، هزینه‌ها، چگونگی فروش و بازخرید سهام صندوق و موردهای دیگر را به سرمایه‌گذاران بالقوه و عموم ارائه کند.

### ویژگی‌های اصلی صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری

ویژگی‌های بارز و گاهی منحصر به فردی که این صندوق‌ها به صورت نوع خاصی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارند، انعطاف‌پذیری و پویایی بالایی به آنها می‌بخشد. اهم این مزیت‌ها و ویژگی‌ها به شرح ذیل است:

**۱. مدیریت بیرونی:** صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اساساً مؤسسه‌هایی با دارایی‌های به شکل اوراق بهادار هستند که وظیفه‌ها و عملیات اداری، سرمایه‌گذاری و حقوقی مورد نیاز آنها به وسیله خدمات‌دهندگان خارج از سازمان صورت می‌گیرد، به این ترتیب آنها به طور داخلی مدیریت نمی‌شوند. پس به جای فراهم‌ساختن تشکیلات بزرگ از یک هسته کوچک برای صندوق استفاده می‌شود و در برابر برای وظیفه‌های تخصصی مانند مدیریت سبد دارایی‌ها، بازاریابی و توزیع واحدهای سرمایه‌گذاری از نیروهای متخصص بهره می‌برند. اعمال مدیریت حرفه‌ای و پدیدساختن تنوع در سبد سرمایه‌گذاری، ریسک سرمایه‌گذاری در صندوق را در حد قابل قبولی کاهش می‌دهد و صرفه‌جویی‌های فراوانی در هزینه اداری و عمومی صندوق پدید می‌آید که به نوبه خود باعث افزایش بازدهی سرمایه‌گذاران در صندوق می‌شود؛

**۲. سادگی:** یکی از ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، سادگی در سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران جزء است. با توجه به امکان و اجبار بازخریدها به وسیله صندوق، سهامداران قادر هستند در هر لحظه پس از پایان ساعات کاری روزانه، سهام خود را به فروش برسانند؛

**۳. متغیر بودن سرمایه و نقدشوندگی بالا:** صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، سرمایه متغیر (سرمایه باز) (Open-end investment cost) دارند. سرمایه‌گذاری با سرمایه باز که



سهام خود را به ارزش خالص دارایی‌ها (NAV)\* خریداری می‌کند (بازخريد می‌کند) و به‌صورت مداوم سهام جديد به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند، به سرمایه‌گذاران کوچک این امکان را می‌دهد که به‌صورت غیرمستقیم در مجموعه متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند و این امر باعث می‌شود که نقدشوندگی واحدها از دیدگاه سرمایه‌گذاران بسیار بالا شود و شرایط رکودی و مشکل‌های بازار اثر چندانی در نقدشوندگی آنها نداشته باشد؛

**۴. قیمت‌گذاری روزانه:** صندوق به‌طور پیوسته واحد سرمایه‌گذاری خود را بر مبنای خالص ارزش دارایی‌ها و اوراق بهادار صندوق قیمت‌گذاری می‌کند تا براساس آن قیمت، واحدها را به فروش رسانده و بازخريد کند؛

**۵. امکان سرمایه‌گذاری مجدد:** این امکان برای سرمایه‌گذاران وجود دارد که به محض دریافت سود از صندوق، آن را دوباره در همان صندوق سرمایه‌گذاری کنند؛

**۶. عدم تضمین:** این صندوق مانند شرکت‌های دیگر می‌تواند سود یا زیان داشته باشد زیرا ارزش اوراق بهادار موجود در سبد، افزایش یا کاهش می‌یابد و نهاد خاصی در برابر این ریسک، سرمایه‌گذاران را مصون نمی‌دارد (Farrel, 1999; Addison-Wesley, 2006; ICI, 2006).

### انواع صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برحسب نوع اوراق بهاداری که در چارچوب هدف‌ها و افق زمانی خود در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند، به انواع گوناگونی تقسیم‌بندی می‌شوند. یکی از تقسیم‌بندی‌ها به شرح ذیل است:

#### ۱. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول (Money Market Funds)

این صندوق‌ها در اوراق بهادار کوتاه‌مدت با سررسید کمتر از یک سال فعالیت می‌کنند و اغلب به دنبال ثبات یا کسب سود کوتاه‌مدت هستند. ویژگی این صندوق ریسک و بازده پایین است. بازار پول شامل ابزار کوتاه‌مدت بدهی مانند اوراق خزانه است.

\*. Net Asset Value (NAV).

## ۲. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار سهام (Stock Funds/Equity Funds)

این صندوق‌ها در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و دامنه وسیعی از صندوق‌ها را شامل می‌شوند. هدف عمده این صندوق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت برای کسب بازده سرمایه‌ای و درآمدهای نقدی اندک است. این صندوق‌ها در درجه نخست بر روی سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و سهام انتخابی بستگی به هدف‌های صندوق دارد که می‌تواند سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با سابقه و قدیمی که سود بالایی پرداخت می‌کنند یا سرمایه‌گذاری در شرکت‌های جدید التاسیس که به دنبال رشد هستند، باشد.

## ۳. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت (Fixed-Income Funds)

این صندوق‌ها بر روی اوراق قرضه شرکت‌ها، دولت‌ها و شهرداری‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و عمده سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها سرمایه‌گذاران محافظه‌کار و افراد بازنشسته هستند. سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها برخلاف سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق قرضه، سررسید یا ضمانت بازپرداخت سرمایه نیستند. با توجه به تنوع گسترده در اوراق - قرضه صادره، هم به لحاظ سررسید و شرایط دیگر و هم از نظر صادرکننده، صندوق‌های قرضه از تنوع بسیار بالایی برخوردار هستند. اگرچه این صندوق‌ها بازدهی بالاتر از گواهی سپرده و سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازار پول دارند، اما به علت وجود انواع گوناگونی از اوراق قرضه با درجه‌های ریسک گوناگون از ریسک بالاتری نسبت به آنها برخوردار هستند.

## ۴. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری ترکیبی / متوازن (Hybrid Funds/mixed Funds)

این صندوق‌ها بر روی مجموعه‌ای از دارایی‌ها مانند: سهام، اوراق قرضه و اوراق بهادار بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند و بر حسب وضعیت موجود و پیش‌بینی روند آتی بازار، ترکیب مناسبی از اوراق بهادار گوناگون را با توجه به هدف‌ها و سیاست‌های صندوق، در سبد خود جای می‌دهند و لذا سرمایه‌گذاران از تنوع و انعطاف‌پذیری بالایی در انتخاب برخوردار هستند. این صندوق، مناسب کسانی است که همزمان به دنبال ترکیبی از امنیت، عایدی نقدی و بازده سرمایه‌ای هستند.

## مزیت‌ها و عیب‌های صندوق سرمایه‌گذاری مشترک

### أ. مزیت‌ها

به‌طور کلی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مزیت‌هایی به شرح ذیل دارند:

۱. **تنوع بخشی اوراق بهادار (Diversification) و کاهش ریسک:** طبق قانون، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مجاز به سرمایه‌گذاری در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار صنایع و شرکت‌های گوناگون هستند. بنابراین سبد صندوق ترکیب متنوعی دارد و این ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد؛

۲. **مدیریت حرفه‌ای (Professional Management):** یکی از مهمترین مزیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری برخورداری از مدیریت حرفه‌ای است. با عنایت به توانایی مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، این صندوق‌ها قادر به جذب و استخدام مدیران حرفه‌ای درباره بورس اوراق بهادار و بازار سرمایه و استفاده از بهترین نرم‌افزارهای موجود هستند. بنابراین در اکثر موردها، پرتفوی آنان بهترین وضعیت ترکیب سهام را نشان می‌دهد (جعفری سرشت، ۱۳۸۶: ۴۰)؛

۳. **نقدشوندگی (High Liquidity):** با توجه به ارکانی که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پیش‌بینی شده است، سرمایه‌گذاران در هر زمان می‌توانند با توجه به خالص ارزش روز دارایی‌های موجود در صندوق و پس از کسر هزینه‌های مربوطه، تمام یا تعدادی از واحدهای سرمایه‌گذاری خود را به وجه نقد تبدیل کرده، در اصطلاح ابطال کنند؛

۴. **به‌کارگیری سرمایه اندک:** در بسیاری از موردها سرمایه‌گذاران نمی‌توانند وجوه قابل توجهی را جهت سرمایه‌گذاری پس‌انداز کنند و با وجوه اندک نیز سرمایه‌گذاری در بسیاری از بدیل‌ها غیرممکن است صندوق‌ها می‌توانند زمینه جذب سرمایه‌های اندک و سرمایه‌گذاری با خطر کم را فراهم آورند (ریاضت، ۱۳۷۶: ۳۸)؛

۵. **صرفه‌جویی نسبت به مقیاس:** به علت انجام معامله‌ها در حجم فراوان و تحقیق‌ها به وسیله کادر حرفه‌ای صندوق، هزینه‌های مربوطه، به نسبت نوسان‌های احتمالی و غیرقابل پیش‌بینی در خرید و فروش مستقیم سهام، به مراتب پایین‌تر است؛

۶. **انعطاف و تنوع‌سازی:** سرمایه‌گذاری در مجموعه فراوانی از اوراق بهادار باعث می‌شود

که زیان‌های ناشی از سرمایه‌گذاری در برخی اوراق بهادار با سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری در دیگر اوراق بهادار خنثا شود؛

**۷. قابلیت دسترسی:** صندوق‌ها امکانات مطلوبی را در جهت سهولت دسترسی و خرید و فروش آسان واحدهای سرمایه‌گذاری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند.

### ب. عیب‌ها

در صورت عدم اداره صحیح صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری در آنها می‌تواند عیب‌هایی نیز داشته باشد:

**۱. ریسک مدیریت:** مدیران لغزش‌ناپذیر نیستند و در صورتی هم که صندوق زیان‌کننده، حقوق خود را دریافت می‌کنند. به ویژه اگر تغییر مدیران نالایق با سازوکار قانونی به سهولت ممکن نباشد، مشکل‌های بیشتری پدید خواهد آمد. در صورتی که ممکن باشد بخش قابل توجهی از حقوق مدیران مبتنی بر سود سالیانه صندوق باشد، این مشکل کمتر بروز خواهد کرد؛

**۲. هزینه‌های معین:** اگرچه سرمایه‌گذاری در صندوق در مقایسه با خرید و فروش مستقیم افراد ارزانتر است اما در صندوق سرمایه‌گذاری پویا و فعال، یک سری هزینه‌های عملیات و حق‌العمل خرید یا بازخرید واحد سرمایه‌گذاری وجود دارد؛

**۳. رقیق‌سازی:** به علت تنوع‌سازی فراوان، بازده‌های عالی شرکت‌های گوناگون صندوق در میان انبوه شرکت‌ها گم شده و اثر کمی بر عایدی کل صندوق دارد. رقیق‌سازی ممکن است حاصل فرایند بزرگ شدن صندوق‌های کامیاب نیز باشد. به این صورت که مدیریت نمی‌تواند برای پول‌های جدید زمینه‌های سرمایه‌گذاری‌های موفق پیشین را پیدا کند و همان بازدهی را از پول‌های جدید به دست آورد؛

**۴. عدم فعالیت در ساعات اداری:** واحدهای سرمایه‌گذاری در پایان هر روز کاری و پس از بسته‌شدن بازار قابل عرضه است و در طول روز امکان بازخرید یا ابطال واحدها وجود ندارد.

### ضرورت تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

ضرورت تشکیل و فعالیت صندوق مشترک سرمایه‌گذاری از مدت‌ها پیش از سوی بازار سرمایه کشور عنوان شده و کوشش‌های بسیاری در این جهت صورت گرفته است. نتیجه این اقدام‌ها را می‌توان در دو مقطع زمانی پیش و بعد از تصویب قانون جدید بازار

اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذر ماه ۱۳۸۴ مورد توجه قرار داد.

پیش از تصویب قانون به علت فقدان بستر قانونی لازم، امکان تشکیل صندوق مشترک سرمایه‌گذاری با شخصیت حقوقی مستقل فراهم نشد. بنابراین به منظور پر کردن خلاء موجود، «آیین‌نامه ارائه خدمات مشاوره و سبد گردانی» در سال ۱۳۸۳ و سپس «آیین‌نامه تشکیل سبد سرمایه‌گذاری مشاع» تدوین و تصویب شد و براساس آنها شرکت‌های کارگزاری با دریافت مجوز از سازمان بورس، مبادرت به تشکیل سبدهای اوراق بهادار کردند. اما پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار و برطرف شدن نسبی موانع پیش‌رو، دستورالعمل‌های مورد نیاز به وسیله سازمان بورس تدوین و نخستین صندوق سرمایه‌گذاری پس از دریافت مجوز با عنوان «صندوق سرمایه‌گذاری کارآفرین» در تیر ماه ۱۳۸۶ فعالیت خود را آغاز کرد (جعفری‌سرشت، ۱۳۸۶: ۱۳-۱۲). از آن پس تاکنون صندوق‌های بسیاری پا به عرصه وجود گذاشته و در این صنعت فعالیت می‌کنند. به‌طور کلی برخی از ضرورت‌ها برای تشکیل صندوق عبارت هستند از:

۱. **کمک به تعمیق و گسترش بازار سرمایه:** از راه ورود نهاد مالی جدید و فعال به بازار و افزایش معامله‌ها، امکان سرمایه‌گذاری خانوارهای با درآمد اندک در بازار، تغییر جهت سرمایه‌گذاری خانوارها از نظام بانکی به سمت بازار سرمایه با افزایش نقدینگی، کاهش ریسک و عرضه ابزارهای مناسب سرمایه‌گذاری و دسترسی بازار، سازوکاری برای حفظ سرمایه‌گذاران و افزایش وفاداری آنان به بازار و افزایش امکان جذب سرمایه‌گذاران جدید به‌ویژه افراد غیرحرفه‌ای به بازار می‌توان به گسترش بازار سرمایه یاری رساند؛

۲. **رفع کمبود نقدینگی شرکت‌های سرمایه‌گذاری:** از راه جذب سرمایه‌های خرد خانوارها و شرکت‌های دارای مازاد، می‌توان مشکل‌های نقدینگی شرکت‌های مواجه با کمبود را تأمین مالی کرد؛

۳. **کمک به مهار تورم:** می‌توان از راه معرفی ابزار جدید مالی و جذب و هدایت بخشی از نقدینگی سرگردان جامعه به سمت بازار سرمایه به مهار تورم کمک کرد. صندوق‌ها از راه جذب پول‌های سرگردان دست مردم، سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی و افزایش عرضه، باعث کاهش تورم و بیکاری می‌شوند؛

۴. **سیاست خصوصی‌سازی و اجرای بند ج اصل ۴۴ قانون اساسی:** با توجه به ضرورت شتاب گرفتن رشد و توسعه اقتصادی کشور مبتنی بر اجرای عدالت اجتماعی و فقر زدایی در

چارچوب سند چشم‌انداز بیست ساله کشور و به دنبال واگذاری فعالیت‌های اقتصادی و شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی و فراهم‌آوردن ساختار رقابتی و آزادسازی اقتصادی، نیازمند فراهم‌ساختن اسباب خصوصی‌سازی و مشارکت فعال صاحبان سرمایه در اقتصاد کشور هستیم. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از راه مشارکت عموم مردم و خرید سهام و اوراق بهادار شرکت‌های دولتی واگذار شده در تسریع این امر کمک شایان توجهی خواهند داشت؛

**۵. کمک به جذب سرمایه‌های خارجی:** یکی از عامل‌های عدم سرمایه‌گذاری خارجی در ایران، ریسک بالا و عدم اطمینان درباره بازده فعالیت‌های اقتصادی ایران است، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از راه تنوع‌بخشی در پرتفوی، قدرت نقدشوندگی بالا، صرفه‌جویی در مقیاس و عامل‌های دیگر باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاران می‌شوند.

یکی دیگر از علت‌های عدم ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه ایران، نبود منابع کافی برای تجزیه و تحلیل وضعیت شرکت‌ها و عدم شناخت سازوکار بازار سرمایه است اما سادگی در امر قیمت‌گذاری سهم صندوق و وجود مدیران حرفه‌ای، کمک موثری برای سرمایه‌گذارانی است که امکان به روزرسانی اطلاعات و پیگیری تحول‌ها در اقتصاد و بورس ایران را ندارند؛

**۶. فراهم ساختن بستری برای سرمایه‌گذاری منظم و مداوم:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک امکان سرمایه‌گذاری و مشارکت در فعالیت‌های بزرگ اقتصادی را برای افراد با درآمد اندک و ثابت که به تنهایی و با سرمایه اندک خود قادر به سرمایه‌گذاری در این پروژه‌ها نیستند، فراهم می‌آورد. از طرف دیگر، مدیران صندوق‌ها به علت آگاهی از اطلاعات موجود در بازار سرمایه و دانش فراوان در این‌باره بهترین سبد را با بیشترین بازده و حداقل ریسک ممکن برای افراد با روحیه ریسک‌گریز (بازنشستگان و ...) فراهم می‌آورند (همان: ۷۴ - ۷۳).

افزون بر این، به علت صدور مجوز برای برخی از صکوک در کمیته فقهی سازمان بورس که اوراق بهادار اجاره، اوراق بهادار استصناع و تبدیل به اوراق بهادار کردن مطالبات بانک‌ها (اوراق رهنی) از جمله آنها است (موسویان، ۱۳۸۸). با توجه به گسترش این روند و ادامه صدور مجوز برای دیگر صکوک در آینده نزدیک، همچنین وجود حجم بالای نقدینگی در کشور از یک طرف و نیاز فعالان اقتصادی به نقدینگی از طرف دیگر،

راه‌اندازی نهادهای مالی واسطه‌ای مانند صندوق سرمایه‌گذاری مشترک که این اوراق را در یک مجموعه گردآوری کرده باشد، برای پیوند زدن ارتباط منطقی میان سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی جامعه الزامی است.

## طراحی الگوی صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی

به‌رغم گسترش ویژه صندوق‌ها در دنیا، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در ایران، در ابتدای راه و در عین حال نهادی در حال رشد است و هنوز از کارایی لازم برای پاسخ‌گویی به انتظارات گوناگون سرمایه‌گذاران برخوردار نیست. از طرف دیگر، نظر به ممنوعیت ربا در اسلام و الغای کارکرد آن در نظام اقتصاد اسلامی و به تبع آن حرمت به‌کارگیری ابزارهای مبتنی بر بهره، ضروری است که برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تأمین منابع مالی مورد نیاز دولت و بخش خصوصی در عرصه‌های گوناگون اقتصادی از ابزارهای مطابق با اصول اسلامی استفاده کرد تا هدف جذب و هدایت پس‌اندازهای پراکنده مردم جهت دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی برآورده شده و در عین حال رونق و تنوع بازار سرمایه محقق شود. از این‌رو در مقاله حاضر به طراحی و تأسیس صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی با استفاده از اوراق بهادار اسلامی می‌پردازیم، تا افزون بر گسترش نقش‌آفرینی صندوق‌های مشترک اسلامی در بازار، در صندوق‌های دیگر سرمایه‌گذاری، از آثار و کارکردهای این صندوق در رشد و توسعه اقتصادی کشور بهره‌مند شویم.

طراحی این صندوق با هدف پدیدساختن ابزاری ساده برای سرمایه‌گذاری عموم مسلمانان در انواع اوراق بهادار اسلامی و در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار است که نه‌تنها قصد سرمایه‌گذاری مالی رضایت‌بخش و کارا دارند بلکه مایل هستند سرمایه‌گذاری آنان مطابق با اصول اسلامی و سازگار با فقه نیز باشد. صندوق‌های مورد نظر به‌صورت سرمایه باز اداره می‌شوند و سرمایه‌گذاران همواره می‌توانند سرمایه‌گذاری خود را در صندوق افزایش یا کاهش دهند.

باید توجه داشت که صندوق پیشنهادی به جای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، در اوراق بهادار اسلامی (صکوک) سرمایه‌گذاری می‌کند. چرا که نهادهای مالی زمانی مورد

توجه خریداران مسلمان قرار می‌گیرد که افزون بر هدف‌ها و انگیزه‌ها، با روحیه‌ها و سلیقه‌های مشتریان نیز تطابق داشته باشد. این صندوق قابلیت سرمایه‌گذاری در تمام انواع صکوک را دارد اما در مقاله حاضر فقط به معرفی برخی از اوراق که اهمیت و کارایی بیشتری دارند می‌پردازیم.

### الگوهای سرمایه‌گذاری در صندوق اسلامی

با کمک الگوی پیشنهادی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشورهای اسلامی افزون بر سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها می‌توانند با سرمایه‌گذاری در قالب اوراق بهادار اسلامی شامل اوراق استصناع، اوراق مرابحه، اوراق اجاره و اوراق مشارکت، ضمن تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها و مؤسسه‌های بخش‌های دولتی و خصوصی و زمینه کسب درآمد بیشتر برای آنان، با سرمایه‌گذاری در این اوراق از بازدهی ثابت و متغیر اوراق بهره‌مند شده و باعث رشد و توسعه اقتصادی شوند. به این ترتیب سرمایه‌گذاران با توجه به درجه و میزان مخاطره‌پذیری خود می‌توانند در صندوق‌های متنوعی سرمایه‌گذاری کنند. برای تبیین موضوع، لازم است ابتدا به تعریف اوراق بهادار اسلامی یا صکوک بپردازیم. به‌طور کلی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) عبارت هستند از:

«گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیاگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن به وسیله خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی یا ذی‌نفع پروژه‌ای یا فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود» (Nathif & Abdulkade, 2004: 43).

اوراق بهادار اسلامی می‌تواند بازدهی ثابت یا متغیر داشته باشد، این اوراق به وسیله دولت و بخش خصوصی منتشر می‌شود. دولت و شرکت‌های دولتی در صورت موافقت وزارت امور اقتصادی و دارایی و با مجوز بانک مرکزی می‌تواند به جای استقراض از نظام بانکی یا فروش ارزهای به‌دست آمده از نفت، برای تأمین مالی طرح‌های عمرانی و زیربنایی انتفاعی و تأمین کسری بودجه متناسب با فعالیت اقتصادی به انتشار این اوراق بپردازد. بخش خصوصی نیز می‌تواند از این اوراق برای احداث یا تکمیل طرح‌های در دست اجرا استفاده کند. این اوراق در صورتی که به وسیله بانک مرکزی خرید و فروش شوند، می‌تواند بر حجم نقدینگی نیز موثر باشند. در ادامه به معرفی اجمالی برخی از اوراق



بهادار که در صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی به‌کار گرفته می‌شوند، می‌پردازیم:

### اوراق مشارکت (Musharaka)

اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت و طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی را دارند واگذار می‌شود. هدف اصلی انتشار اوراق، تأمین مالی طرح‌های دولت و شرکت‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی بخش خصوصی و تعاونی است (موسویان، ۱۳۸۶: ۴۱۲). دارندگان اوراق به نسبت سهم خود از مشارکت، مالک پروژه یا دارایی‌های فعالیت تجاری می‌شوند و در سود و زیان آن سهم هستند. اوراق مشارکت می‌تواند در بازارهای ثانویه مورد معامله قرار گیرد (Aaoifi, 2002).

### اوراق مرابحه (Murabaha)

اوراق مرابحه، اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از کالایی در قالب عقد مرابحه است و برای تأمین مالی کالای موضوع عقد مرابحه منتشر می‌شود (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵: ۸). ناشر اوراق، فروشنده کالای مرابحه شمرده می‌شود. پذیرهنویس، خریدار کالا (مالک کالای مرابحه) و وجوه دریافتی نیز هزینه خرید کالای مورد نظر است (بابا قادری و فیروزی، ۱۳۸۶: ۲۴۶). دارندگان اوراق، مالکان کالای مرابحه یا قیمت فروش آن هستند. اوراق مرابحه از نوع ابزارهای مالی انتفاعی با سود معین است. بر این اساس می‌توانند هدف‌ها و سلیقه‌های بخش مهمی از صاحبان وجوه مازاد که قصد سرمایه‌گذاری بدون ریسک دارند را پوشش دهد.

اوراق مرابحه یکی از رایج‌ترین ابزارهای تأمین مالی کوتاه‌مدت است. مرابحه در حقیقت، توافق درباره معامله خرید و فروش برای تأمین مالی دارایی است که در آن هر دو طرف از هزینه‌ها و حاشیه سود اطلاع دارند و آن را قبول کرده‌اند. در این توافق، فروشنده می‌پذیرد که دارایی مورد نیاز مشتری را خریداری کند و آن را به قیمتی بالاتر و توافق‌شده به وی بفروشد. پرداخت این مبلغ با توجه به توافق دو طرف می‌تواند نقدی یا به‌صورت اقساط باشد (صالح‌آبادی، ۱۳۸۵: ۲۲).

## اوراق استصناع (Istisna)

این اوراق اسنادی با ارزش برابر هستند که با هدف تجهیز وجوه لازم برای تولید کالای خاص منتشر می‌شوند و کالایی که بر این اساس تولید می‌شود، متعلق به دارندگان اوراق است. منتشرکننده، سازنده یا عرضه‌کننده کالا است. پذیره‌نویسان، خریداران کالای ساخته شده هستند. وجوه تجهیز شده، هزینه تولید کالا است. دارندگان اوراق، مالک کالای تولید شده یا قیمت فروش آن هستند.

استصناع یا قرارداد سفارش ساخت، قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص، اجرای پروژه یا طرحی با ویژگی‌های مشخص در آینده، که سفارش‌گیرنده (پیمانکار) در ازای گرفتن مبلغ آن در زمان‌های توافق‌شده که بخشی از آن می‌تواند به صورت نقد و بخشی از آن به صورت اقساط به تناسب پیشرفت فیزیکی کار یا حتی مستقل از آن باشد، براساس زمان‌بندی کوتاه‌مدت یا بلندمدت، متعهد می‌شود مواد اولیه و کالاهای مورد نیاز برای اجرای پروژه را به‌طور مستقیم خود تهیه و در زمان مشخص کالا یا پروژه مورد نظر را به سفارش‌دهنده تحویل دهد (کمیجانی و نظریپور، ۱۳۸۶: ۲۲). انتشار اوراق استصناع می‌تواند وضعیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی کوتاه و بلندمدت طرح‌های عمرانی بخش دولتی و بخش خصوصی را تسهیل کرده و وضعیت جذب نقدینگی طیف‌های ریسک‌گریز را فراهم سازد و اندوخته مورد نیاز منابع مالی مؤسسه‌های اقتصادی جامعه را گسترده‌تر و عمیق‌تر کند.

## اوراق اجاره

اوراق اجاره، بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش یکسان است و به وسیله مالک دارایی اجاره داده شده یا دارایی‌ای که با تعهد اجاره خواهد شد، یا به وسیله نماینده مالی وی منتشر شده و هدف از آن، فروش این دارایی و دریافت ارزش آن از راه پذیره‌نویسی است که در این صورت دارندگان اوراق، مالکان دارایی خواهند شد (Aaoifi, 2002). به عبارت دیگر، در اوراق اجاره ناشر با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع‌آوری می‌کند، سپس با استفاده از آن منابع، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام مورد نیاز دولت، بنگاه‌ها، مؤسسه‌ها و اشخاص حقیقی و حقوقی را خریداری کرده، به آنان اجاره می‌دهد. از

آنجا که کالاهای پیش‌گفته با استفاده از منابع صاحبان اوراق خریداری می‌شود، آنان مالک کالاها بوده و به تبع آن مالک اجاره‌بها نیز خواهند بود.

### بررسی فقهی اوراق اجاره، مشارکت، مباحثه و استصناع

در این قسمت به اختصار و با توجه به منابع معتبر موجود، در صدد بررسی فقهی اوراق اجاره، مباحثه، مشارکت و استصناع هستیم.

#### صکوک اجاره

در اوراق اجاره از ابتدای انتشار تا پایان سررسید در اوراق با سررسید معین یا انحلال مؤسسه ناشر در اوراق اجاره دایمی، معامله‌های متعدد و گوناگونی شکل می‌گیرد که تمام آنها براساس فقه اسلامی صحیح یا قابل تصحیح است. ماهیت فقهی معامله‌های اصلی به شرح ذیل است:

۱. مؤسسه مالی ناشر اوراق اجاره می‌تواند در قالب شرکت سهامی خاص یا عام تشکیل شود که تابع عقد شرکت خواهد بود یا می‌تواند بانک، شرکت لیزینگ یا حتی وزارتخانه و نهاد وابسته به دولت باشد؛
۲. واگذاری اوراق و گرفتن وجوه آنها از متقاضیان اوراق در قالب قرارداد وکالت خواهد بود؛
۳. مؤسسه مالی می‌تواند در برابر ارائه خدمات (خرید کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام، واگذاری آنها در قالب قرارداد اجاره، تقسیم منافع حاصله بین صاحبان اوراق متناسب با محتوای انواع اوراق اجاره و اقدام‌هایی مانند آن)، درصدی از اجاره‌بها را به‌صورت حق‌الوکاله بردارد؛
۴. واگذاری کالاهای سرمایه‌ای و بادوام به‌صورت اجاره به شرط تملیک، اگر اجاره از نوع اجاره به شرط فعل تملیک باشد از نظر فقهی و حقوقی صحیح است اما اگر از نوع شرط نتیجه باشد یعنی در پایان مدت اجاره، عین مستاجر به صورت خود به خود به ملکیت مستاجر درآید، از نظر فقهی محل اختلاف است؛
۵. فروش اوراق در بازار ثانوی، از باب فروش سهم‌الشرکه شخصی در کالاهای مورد اجاره است و قیمت فروش با توافق طرفین تعیین می‌شود؛
۶. در پایان مدت اوراق یا انحلال مؤسسه، کالای مورد اجاره به فروش رسیده، همراه با مطالبه‌های وصول شده بین صاحبان اوراق تقسیم می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶: ۳۷۴ - ۳۷۲).

### صکوک استصناع

اوراق استصناع در قالب بیع مستقل، جعاله و عقد مستقل با تمام ویژگی‌هایش، قابلیت آن را دارد که در طرح‌ها و پروژه‌های گوناگون به کار گرفته شود و از نظر فقهی بلامانع است و فقط در چارچوب عقد سلم امکان ابرازسازی آن وجود ندارد. بنابراین، اوراق استصناع با ملاحظه و رعایت موازین فقهی تنظیم شده و مطابق نظر مشهور فقیهان است (نظرپور، ۱۳۸۴: ۱۰۲).

### ۳ صکوک مرابحه

بیع مرابحه که یکی از اقسام بیع است از معامله‌های مجاز و مشروع نزد همه مسلمانان است اما اوراق مرابحه که سه نوع متفاوت دارد، مشتمل بر معامله‌های دیگری است. نوع نخست اوراق مرابحه، اوراق بدهی دولت که به باور مشهور فقیهان شیعه صحیح است. اوراق مرابحه مؤسسه‌های مالی نیز به باور همه فقیهان (شیعه و سنت) صحیح است، اما اوراق مرابحه باز خرید دارایی‌ها اشکال شرعی دارد (موسویان، ۱۳۸۶: ۳۶۱ - ۳۵۹). بنابراین، غیر از اوراق باز خرید دارایی‌ها که مشکل شرعی دارد، دیگر انواع اوراق مرابحه، ابزار مناسبی برای بازار سرمایه اسلامی است.

### صکوک مشارکت

اوراق مشارکت در حقیقت اسناد دارایی‌های فیزیکی است، خرید و فروش این اوراق، خرید و فروش سهم مشاع از دارایی است که به نظر فقیهان شیعه و اهل سنت مشکلی ندارد (تسخیری، ۱۳۸۶: ۱۵ - ۱۴).

از این رو، با توجه به اینکه اوراق بهادار اسلامی (صکوک) براساس عقدهای اسلامی طراحی شده‌اند و مطابق با موازین فقهی و شرعی اسلامی هستند؛ سرمایه‌گذاری در این اوراق از نظر مبانی فقهی جایز است و کارکرد صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مشتمل بر این اوراق نیز از جهت فقهی با مانعی روبه‌رو نخواهد شد.

به‌طور خلاصه می‌توان گفت صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی می‌توانند در تمام اوراق بهادار پیش گفته که تحت عقدهای معین اسلامی منتشر می‌شوند، سرمایه‌گذاری و از منافع آن استفاده کنند.

## بررسی اقتصادی اوراق اجاره، مشارکت، مباحه و استصناع

ابزارهای مالی زمانی می‌توانند در بازار مالی نقش‌آفرین بوده و برای خود جا باز کنند که از جهت معیارهای خرد و کلان قابل توجیه باشند. در این قسمت اوراق مشارکت، اجاره، مباحه و استصناع را از جهت مهمترین معیارهای اقتصاد خرد و اقتصاد کلان بررسی می‌کنیم.

۱. **ابزار مالی انتفاعی:** از آنجا که تمام اوراق، براساس سود برای صاحبان اوراق طراحی می‌شوند، در نتیجه از صنف ابزارهای مالی انتفاعی خواهند بود. اوراق مشارکت با سود انتظاری و اوراق دیگر سود معین دارند؛

۲. **تجهیز منابع:** به وسیله این اوراق می‌توان سرمایه‌های کوچک و بزرگ مردم را جمع‌آوری و آن را به سمت سرمایه‌گذاری در طرح‌های مفید و مولد سوق داده و امکان افزایش تولید، اشتغال و توزیع مناسب‌تر درآمد را فراهم کند؛

۳. **قابل معامله در بازار ثانویه:** این اوراق افزون بر توان تجهیز و تخصیص منابع در بازار اولیه، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه را نیز دارند و می‌توانند به صورت ابزار مالی کارآمد مورد استفاده کشورهای اسلامی قرار گیرند؛

۴. **کارایی:** در صورت وجود بازار سرمایه فعال و شفاف و حضور انواع گوناگون اوراق به صورت دولتی و خصوصی و با سررسیدهای گوناگون، انتظار می‌رود در اثر رقابت سالم، این اوراق به سمت کارایی بالاتر حرکت کنند؛

۵. **نرخ بازدهی حقیقی و توزیع عادلانه درآمد عوامل:** اگر بازار اولیه و ثانویه اوراق به صورت رقابت سالم اداره شود، نرخ بازدهی اوراق به سمت نرخ بازدهی سرمایه در بخش واقعی سوق پیدا می‌کند و به توزیع عادلانه درآمد بین عوامل تولید کمک می‌کند؛

۶. **جهت‌گیری مناسب با رشد اقتصادی:** از آنجا که این اوراق می‌توانند ابزار مناسبی برای جذب نقدینگی در دست مردم و هدایت آنها به سمت تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و دولت به کار روند، این اوراق به رشد اقتصادی کشور کمک می‌کنند؛

۷. **ابزاری مناسب برای اعمال سیاست مالی:** این اوراق می‌توانند در جایگاه ابزار سیاست مالی برای تأمین کسری بودجه دولت و نهادهای دولتی مورد استفاده قرار گیرند، دولت با انتشار آنها، از یک طرف نقدینگی را در جامعه جمع‌آوری کرده و از طرف دیگر با سوق دادن

آنها به سمت فعالیت‌های مولد، زمینه تولید بیشتر و اشتغال گسترده‌تر را فراهم می‌آورند؛

#### ۸. ابزاری مناسب برای اعمال سیاست پولی: در صورت گسترش بازار اولیه و ثانویه اوراق

بهادار و تنوع قابل ملاحظه اوراق، بانک مرکزی می‌تواند در مواقع نیاز با خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه، روی نرخ تنزیل و حجم نقدینگی جامعه اثر گذارد؛

۹. اوراق مشارکت با بازده متغیر برای سرمایه‌گذاری افراد ریسک‌پذیر و اوراق استصناع، اجاره و مرابحه به علت بازده ثابت برای سرمایه‌گذاری افراد ریسک‌گریز مناسب است. فراهم‌ساختن چنین شرایطی سبب می‌شود قشرهای جامعه که ترکیبی از افراد ریسک‌گریز و ریسک‌پذیر هستند، در سرمایه‌گذاری اقتصادی به صورت شایسته‌ای سهیم شوند. ترکیب این اوراق با بازدهی ثابت و متغیر در سبد صندوق، باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود (ر.ک: رحیمی، ۱۳۸۱؛ کمیجانی و نظریور، ۱۳۸۶ (الف)؛ همو، ۱۳۸۶ (ب)؛ موسویان، ۱۳۸۶ و موسویان و فراهانی‌فرد، ۱۳۸۵)؛

۱۰. امکان کاربرد این اوراق برای اعمال سیاست‌های مالی و پولی می‌تواند سیاست‌گذاری در شرایط رکود تورمی را آسان‌تر کند. زیرا از یک‌سو با انتشار این اوراق در جایگاه ابزاری برای اعمال سیاست مالی، مخارج دولت به واسطه سرمایه‌گذاری بیشتر شده و به تبع آن فعالیت‌های مولد، تولید و اشتغال افزایش یافته و اقتصاد از رکود رهایی می‌یابد و از سوی دیگر، امکان اعمال سیاست‌های انقباضی پولی با فروش این اوراق به‌خوبی فراهم می‌شود.\*

در مجموع می‌توان گفت، اوراق مرابحه، مشارکت، اجاره و استصناع از جهت معیارهای اقتصاد خرد و کلان، ابزار بسیار مناسبی برای تجهیز سرمایه‌های نقدی و هدایت آنها به سمت فعالیت‌های مفید و مولد هستند و می‌توانند در بازارهای مالی سرمایه و صندوق مشترک سرمایه‌گذاری کشورهای اسلامی به‌ویژه ایران به‌کار گرفته شوند.

با توجه به انواع الگوهای سرمایه‌گذاری معرفی شده پیشین، می‌توان اوراق مرابحه، اوراق استصناع و اوراق اجاره را به جهت بازدهی ثابت در صندوق مشترک سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت مورد استفاده قرار داد و از طرف دیگر، چون اوراق مرابحه و استصناع با

\*. زمانی که بانک مرکزی این اوراق را خریداری می‌کند سیاست انبساطی پولی رخ می‌دهد اما پس از در اختیار گرفتن این اوراق با فروش آنها در بازار بورس یا بانک‌های عامل، سیاست انقباضی تحقق می‌یابد.

سررسید کوتاه‌مدت از جهت بازدهی نیز مانند اسناد خزانه هستند، می‌توان از این اوراق در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در بازار پول بهره برد؛ زیرا اسناد خزانه ابزارهای مالی کوتاه‌مدتی هستند که دولت‌ها به‌طور معمول برای جبران کسری بودجه گذشته، جاری و احتیاج‌های غیرمعمول خود منتشر می‌کنند و سررسید آنها کمتر از یک سال است. این اوراق همراه با تنزیل به فروش می‌رسد و خریدار می‌تواند از اختلاف قیمت خرید و قیمت اسمی درج شده بر روی آن سودی را عاید خود کند و از آنجا که بازپرداخت آن به وسیله دولت تضمین می‌شود از ریسک بسیار پایینی برخوردار هستند.

بر این اساس اوراق معرفی شده به‌علت کارکردها و ویژگی‌های گوناگونی که دارند، می‌توانند تمام انواع الگوهای سرمایه‌گذاری را پوشش دهند و در کنار الگوی سرمایه‌گذاری سهام شرکت‌ها، صندوق مشترک سرمایه‌گذاری کارا با قابلیت‌های فراوان را مطرح کنند.

### طراحی انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی

به‌طور معمول، صاحبان وجوه مازاد که به هدف کسب سود وارد بازارهای مالی می‌شوند از جهت روحیه به سه گروه تقسیم می‌شوند. گروه نخست، افراد به‌طور کامل ریسک‌گریز هستند و در مقام خرید، سراغ ابزارهای مالی دارای کمترین مخاطره و ریسک می‌روند؛ گروه دوم افراد به‌طور کامل ریسک‌پذیر بوده و حاضر هستند برای رسیدن به سود انتظاری بالاتر، درجه‌هایی از ریسک و مخاطره را بپذیرند؛ گروه سوم، افراد متعارف و معمولی هستند که تغییرهای سود و مخاطره را تا حدودی می‌پذیرند (موسویان، ۱۳۸۵: ۲۵۷). با توجه به اینکه از منظر فقه اسلامی هر سه گروه پیش‌گفته مورد تأیید هستند و می‌توان با توجه به هدف‌های مشتریان و میزان ریسک‌پذیری آنها، سه نوع صندوق طراحی کرد:

#### ۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با بازده ثابت

صندوقی که هدف آن جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آنها برای خرید انواع اوراق بهادار اسلامی با سود ثابت و از پیش تعیین شده به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، افزایش نقدشوندگی و بازدهی تضمین شده برای سرمایه‌گذاران است. این صندوق‌ها می‌توانند ترکیبی از صکوک مرابحه، اجاره و استصناع را انتخاب کنند.

## ۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با بازده متغیر

این‌گونه از صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر مناسب است. از جمله این اوراق، صکوک مشارکت است. افزون بر آن صکوک مضاربه، مزارعه و مساقات را نیز می‌توان نام برد. ویژگی این‌گونه اوراق این است که سود این اوراق از پیش تعیین شده نیست بلکه متناسب با کمیت، کیفیت، نوع فعالیت اقتصادی و به مقتضای شرایط اقتصادی مانند شرایط تورمی، رکودی و عادی تغییر خواهد کرد. افراد ریسک‌پذیر با توجه به اطلاعاتی که از آینده در اختیار دارند نسبت به خرید و فروش این اوراق اقدام خواهند کرد.

## ۳. صندوق‌های سرمایه‌گذاری ترکیبی

این صندوق‌ها بر روی تمام انواع اوراق بهادار اسلامی با بازده متغیر و ثابت سرمایه‌گذاری می‌کنند و بر حسب شرایط موجود، ترکیب مناسبی از صکوک را با توجه به هدف‌های صندوق، در پرتفوی خود جای می‌دهند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران از تنوع و انعطاف‌پذیری بالایی در انتخاب برخوردار هستند.

## صندوق مشترک سرمایه‌گذاری و توسعه اقتصادی

بی‌تردید یکی از مهمترین عامل‌های رشد و توسعه اقتصادی در هر کشوری تشکیل سرمایه با استفاده از پس‌اندازهای مردم است. از این جهت، کشورهای در حال توسعه برای دست یافتن به رشد اقتصادی تأکید فراوانی بر تراکم سرمایه دارند. در این کشورها درآمد پایین سبب کاهش پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود و به این وسیله دور تسلسل فقر شکل می‌گیرد و از طرف دیگر، در کشورهای در حال توسعه درصد بزرگی از منابع پس‌اندازی اقتصاد ملی به شیوه‌های گوناگون هز می‌رود. عامه مردم وجوه پس‌اندازی خود را به انواع زیورها، طلا و کالاهای بادوام و پول‌های خارجی تبدیل می‌کنند که در درازمدت جانشین پول رایج شمرده می‌شوند. به این ترتیب، بخش بزرگی از پس‌اندازهای مردم به صورت مجموعه‌های غیرمولدی در می‌آید که بازدارنده توسعه شمرده می‌شوند.

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری از راه تجهیز سرمایه، جهت دادن آنها به سمت فعالیت‌های اقتصادی همسو با رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اسلامی و



بهره‌برداری از سود این اوراق و تسهیل تأمین مالی مؤسسه‌ها و شرکت‌های دولتی و خصوصی نقش شگرفی در رشد و توسعه اقتصادی و سهم به‌سزایی در رسیدن به هدف‌های والای شریعت مقدس اسلامی خواهند داشت. صندوق‌های سرمایه‌گذاری به علت مزیت‌ها و ویژگی‌هایی که دارند و به علت سهولت ورود تمام اقشار (حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای، کم درآمد و پر درآمد) به این صندوق‌ها و به‌کارگیری ابزارهای مالی متنوع، می‌توانند کمبودهای بازار سرمایه را جبران کنند. بر این اساس، معرفی صندوق مشترک سرمایه‌گذاری می‌تواند از راه شاخص‌های کمی و کیفی ذیل عاملی برای تنوع و رونق بیشتر بازار سرمایه در ایران تلقی شود.

## شاخص‌های کمی توسعه اقتصادی

### افزایش سرمایه‌گذاری

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، راهکار تازه و بسیار خوب برای سرمایه‌گذارانی است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و در عین حال، مایل هستند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی باز پس گیرند. زیرا به‌طور طبیعی هر زمان که سرمایه‌گذار، به تمام اموال سرمایه‌گذاری خود یا بخشی از آن نیاز داشت، می‌تواند به فروش تمام یا قسمتی از آنها اقدام کند و بهای آن را شامل اصل و سود - در صورتی که طرح سود داشته باشد - به دست آورد.

### افزایش تولید کل

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پس‌انداز خانوارها را به منظور تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها، در اختیار بخش‌های مفید و مولد اقتصادی که از جهت اقتصادی کارایی دارند، قرار می‌دهند. بخش‌های مولد اقتصادی نیز با استفاده از این منابع مالی و با توجه به کاهش ریسک به افزایش تولید پرداخته و در این جهت از نیروی کار، زمین و مواد اولیه بلااستفاده نیز بهره‌برده و آنها نیز به اشتغال در می‌آیند و این در کل اقتصاد، باعث بهتر شدن تخصیص منابع و افزایش تولید کل و اشتغال نهاده‌های تولیدی در اقتصاد می‌شود.

## بالا رفتن سطح اشتغال

افزایش اشتغال اثر محسوس افزایش سرمایه‌گذاری است. شرکت‌ها با انتشار اوراق بهادار اسلامی، سرمایه خود را افزایش می‌دهند و صندوق‌های سرمایه‌گذاری از راه سرمایه‌گذاری بر این اوراق به تأمین منابع آنها کمک می‌کنند. این امر می‌تواند باعث گسترش فعالیت‌های تولیدی به صورت خرید زمین، ساختمان، ماشین‌آلات، لوازم کاری و مانند این فعالیت‌ها شود، در نتیجه اقتصاد با آهنگ سریع‌تری به سمت اشتغال کامل پیش می‌رود.

## کاهش سطح عمومی قیمت

یکی از عامل‌های مهم تورم، عدم تعادل بین تولیدها و حجم نقدینگی است. جمع‌آوری نقدینگی مازاد بر تولید در صورتی که در راه سرمایه‌گذاری‌های جدید و در نتیجه تولیدهای جدید به کار گرفته شود و همسو با رشد اقتصادی باشد، از فاصله موجود بین دو عامل پیش‌گفته کاسته و باعث کنترل تورم خواهد شد. کاهش تورم، باعث عادلانه شدن توزیع درآمد و ثروت می‌شود. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با جمع‌آوری نقدینگی مازاد و به‌کارگیری آن در جهت تولید، درصد رشد قیمت‌ها را کاهش می‌دهد.

## شاخص‌های کیفی توسعه

### تطابق با عدل و قسط

در صندوق مشترک سرمایه‌گذاری به علت مشارکت صاحبان سرمایه در سود و زیان، عواقب فعالیت متوجه هر دو عامل کار و سرمایه خواهد بود. از این‌رو هدف صاحب سرمایه با کارفرما هماهنگ می‌شود و هر دو طرف به کامیابی در فعالیت مورد نظر، علاقه و دلبستگی واقعی پیدا می‌کنند و به علت این مشارکت نفوذ و قدرت دو طرف یکسان می‌شود و سرمایه‌گذاری به فعالیت‌های واقعی اقتصاد سوق می‌یابد.

### ارزش یافتن نیروی انسانی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی همراه با کوشش برای بسیج پس‌انداز خانوارها و افزایش تولید و به ثمر رساندن طرح‌های سرمایه‌گذاری، زمینه بروز استعدادهای مدیریت و ظهور ابداع و ابتکار در فرایند تولید را گسترش می‌دهند. زیرا به‌طور طبیعی از

مدیران مبتکر که سابقه درخشانی در سودآور کردن فعالیت‌های اقتصادی دارند، استقبال می‌شود و تمام صاحبان وجوه، به مشارکت با آنان تمایل پیدا می‌کنند. این پدیده، باعث افزایش تقاضای مشارکت با مدیران مبتکر و در نتیجه افزایش هزینه فرصت سرمایه انسانی در اقتصاد خواهد شد. بنابراین صاحبان وجوه به علت مسدود شدن راه‌های رباخواری ناگزیر به سرمایه‌گذاری در طرح‌های تولیدی می‌شوند و در جست‌وجوی اشخاص صاحب تجربه و مدیر بر می‌آیند تا مشارکت آنان سودآور باشد. از این رهگذر، اثر مثبتی در اقتصاد نمایان می‌شود و توزیع درآمد از صاحبان وجوه یا سرمایه‌های مادی، به دارندگان سرمایه انسانی صورت می‌گیرد (صدر، ۱۳۷۴: ۳۰۶ - ۳۰۵).

### عادلانانه‌تر شدن توزیع درآمد

بی‌تردید حداقل کردن شکاف توزیعی یکی از هدف‌های بی‌بدیل سیاست اقتصادی دولت اسلامی است. مطابق آیه شریفه «كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ» (حشر (۵۹)، ۷) تا اموال در میان ثروتمندان شما دست به دست نشود، نظام اقتصادی جامعه باید به گونه‌ای سر و سامان یابد که ثروت جامعه که مانند خون در شریان‌های جامعه است در اختیار عده‌ای محدود قرار نگیرد.

سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اسلامی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به معنای تقسیم مالکیت واحدهای اقتصادی بزرگ به قشرهای گسترده‌ای از مردم است و سود به دست آمده به جای اینکه بین افراد معدودی توزیع شود، بین افراد وسیعی تقسیم می‌شود که این خود به عادلانه‌شدن توزیع درآمد کمک می‌کند و برای سرمایه‌گذاران امکان بهره‌مندی از سود حقیقی ناشی از طرح‌های اقتصادی را به صورت عادلانه‌ای فراهم می‌آورد.

### بالا رفتن سطح عمومی رفاه

توزیع عادلانه درآمد سبب افزایش تقاضای کل و تقاضا برای کالاهای اساسی داخلی شده و سرانجام افزایش تولید را نتیجه می‌دهد. از طرف دیگر، توزیع عادلانه سبب افزایش کارایی نیروی کار به علت بهره‌مندی از بهداشت، تغذیه مناسب و آموزش و غیره خواهد شد و سرانجام رشد اقتصادی، رفاه عمومی و عدالت اقتصادی را در پی خواهد داشت. همچنین با سرمایه‌گذاری در اوراق مرابحه، استصناع و اجاره، مؤسسه‌های ناشر اوراق،

کالاهای مورد نیاز خانوارها را تهیه و در اختیار آنان می‌گذارند و به این ترتیب بر افزایش رفاه عمومی جامعه کمک می‌کنند.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به ضرورت شناخت و به‌کارگیری صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی و ابزارهای مبتنی بر اوراق بهادار اسلامی، می‌توان به نتیجه‌های بحث‌های مطرح شده و پیشنهادهای سیاستی به صورت ذیل پرداخت:

۱. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، از نهادهای مالی بسیار مهم بازار سرمایه شمرده می‌شوند، که منابع مردم را جمع‌آوری کرده و آنها را در جهت سرمایه‌گذاری‌های مولد اقتصادی به بخش‌های گوناگون جامعه تزریق می‌کند. این صندوق‌ها به علت مزیت‌ها و ویژگی‌های خاصی که دارند، مورد استقبال مردم به‌ویژه افراد با سرمایه اندک قرار گرفته است؛
۲. صندوق مشترک سرمایه‌گذاری، مرکزی مطمئن و رسمی برای گردآوری نقدینگی و پس‌اندازهای خرد و کلان و راکد است، تا با صرف این مبالغ بر روی انواع اوراق بهادار، درآمد مطمئن و با ثباتی کسب شود. از سوی دیگر، مؤسسه‌های اقتصادی نیز از محل این منابع، به تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید یا توسعه‌ای می‌پردازند؛
۳. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی، صندوق با سرمایه متغیر هستند و می‌توانند بر روی اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق مشارکت، استصناع، مرابحه و اجاره، سرمایه‌گذاری کنند. این صندوق‌ها افزون بر تأمین مالی شرکت‌های منتشرکننده اوراق، از راه دریافت سود از این اوراق و سرمایه‌گذاری در بخش‌های دیگر بر توسعه اقتصادی اثر می‌گذارند و باعث مشارکت مردم در فعالیت‌های تولیدی و تجاری می‌شود؛
۴. اوراق استصناع، مرابحه، اجاره و مشارکت به جهت تناسب با هدف‌ها و انگیزه‌های مشتریان، میزان نقدشوندگی، درجه کارایی، اثرگذاری روی رشد و توسعه اقتصادی و قابلیت برای سیاست پولی و مالی، می‌توانند در صندوق‌های مشترک به صورت الگوی سرمایه‌گذاری اسلامی معرفی شوند. افزون بر تأمین نقدینگی لازم جهت پرداخت به تأمین‌کنندگان، صکوک اجاره، مرابحه، استصناع و مشارکت این قابلیت را فراهم می‌کنند تا مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری جهت کاهش ریسک پرتفوی خود، از ابزارهای نظام

مالی اسلامی منتفع شوند؛

۵. با توجه به اینکه صندوق مشترک سرمایه‌گذاری پیشنهادی، حاوی اوراق بهادار مبتنی بر عقدهایی مانند: اجاره، مباحه، مشارکت و استصناع است که از نظر فقهی به‌طور کامل از صحت برخوردار هستند؛ بنابراین صندوق مشترک سرمایه‌گذاری مشتمل بر این اوراق نیز از جهت فقهی بلا مانع خواهد بود؛

۶. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار اسلامی از دو جنبه کمی و کیفی بر توسعه اقتصادی اثر خواهند داشت. از حیث کمی به متغیرهایی مانند: افزایش سرمایه‌گذاری، افزایش تولید، بالا رفتن سطح اشتغال و کاهش تورم و از حیث کیفی در تطابق با عدل و قسط، ارزش‌یافتن نیروی انسانی، عادلانه‌تر شدن توزیع درآمد و بالا رفتن سطح عمومی رفاه اثر می‌گذارند؛

۷. با توجه به ویژگی‌های صندوق مشترک سرمایه‌گذاری، این صندوق‌ها ابزاری مفید برای تحقق هدف‌های چشم‌انداز و سیاست‌های ابلاغی اصل ۴۴ قانون اساسی هستند؛

۸. شکل‌گیری این صندوق‌ها می‌تواند خود عاملی برای گسترش اوراق بهادار اسلامی (صکوک) تلقی شده که در مراحل بعد و در طول زمان، زمینه تشکیل بیشتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران را فراهم خواهد ساخت؛

۹. برای اینکه صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بتواند به خوبی به فعالیت خود ادامه دهد، باید شرایط و امکانات بسیاری در محدوده بازار سرمایه مهیا شود مانند: وجود چارچوب قانونی و نظارتی مناسب، وجود ظرفیت لازم برای اجرای موثر قوانین، هزینه تأسیس صندوق، وجود زیرساخت‌های عملیاتی کارآمد مانند: بورس‌های اوراق بهادار، کارگزاران، موسسه‌های امین، شبکه‌های توزیع و مانند آن، وجود معیارهای مناسب حسابداری و حسابرسی و استفاده از معافیت‌ها و مزیت‌های مالیاتی.

از این رو لازم است مسئولان بازار سرمایه ایران با تشکیل مجموعه‌ای از کارشناسان اقتصادی و فقهی با بررسی دقیق علمی، زمینه‌های گسترش انتشار اوراق بهادار اسلامی را فراهم کنند تا شرایط مناسب برای شکل‌گیری صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری به صورتی متنوع و فراگیر در عرصه‌های گوناگون فعالیت‌های اقتصادی به درستی مهیا شود.

## منابع و مأخذ

### أ. فارسی و عربی

قرآن کریم.

۱. بابا قادری، آزاده و فیروزی، اعظم، ۱۳۸۶ش، «صکوک، رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی: ساختار، فرایند طراحی و چالش‌های پیش‌رو»، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعت شریف.
۲. پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵ش، صکوک، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، اول.
۳. تسخیری، محمدعلی، ۱۳۸۶ش، «مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، سال هفتم، ش ۲۷.
۴. جعفری سرشت، داوود، ۱۳۸۶ش، گزارش شناخت صندوق مشترک سرمایه‌گذاری، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی.
۵. رحیمی، زهرا، ۱۳۸۱ش، بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی، تهران: پژوهشکده پولی و مالی بانک مرکزی ج.ا.ایران.
۶. ریاضت، فرهاد، ۱۳۷۵ش، بررسی روش‌های تأمین مالی و الگوهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.
۷. صالح‌آبادی، علی، ۱۳۸۵ش، بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام، اول.
۸. صدر، سیدکاظم، ۱۳۷۴ش، اقتصاد صدر اسلام، تهران: انتشارات دانشگاه شهید بهشتی.
۹. کاظمیان، مهدی، ۱۳۸۳ش؛ طراحی الگوی صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر با توجه به فقه اسلامی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام.
۱۰. کلینی، محمد بن یعقوب، ۱۳۷۸ش، اصول کافی، تهران: دارالکتب اسلامی.
۱۱. کمیجانی اکبر و نظرپور، محمدنقی، ۱۳۸۶ (الف)، «تأمین مالی طرح‌های اقتصادی

- از طرق اوراق استصناع»، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۱۲. \_\_\_\_\_، ۱۳۸۶ (ب)، «تقاضا و عرضه اوراق استصناع به منزله ابزار پولی»، مجموعه مقالات هجدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه بانکداری ایران.
۱۳. مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۳ش، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، تهران: مجلس شورای اسلامی.
۱۴. موسویان، سیدعباس، ۱۳۸۶ش، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، اول.
۱۵. \_\_\_\_\_ و فراهانی فرد، سعید، ۱۳۸۵ش، «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، سال ششم، ش ۲۴.
۱۶. \_\_\_\_\_، ۱۳۸۸/۳/۲۵، صدور مجوز انواعی از صکوک توسط کمیته فقهی بورس، خبرگزاری جمهوری اسلامی (ایرنا)، مصاحبه اختصاصی.
۱۷. میشکین، فردریک، ۱۳۸۱ش، پول ارز و بانکداری، ترجمه علی جهانخانی و علی پارسیان، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، دوم.
۱۸. نظریور، محمدنقی، ۱۳۸۴ش «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی سال پنجم، ش ۲۰.
۱۹. \_\_\_\_\_، ۱۳۸۶ش، «سیاست مالی از طریق اوراق استصناع»، مجموعه مقالات همایش بین‌المللی ابزارهای نوین مالی در نظام بانکداری اسلامی، تهران: بانک توسعه صادرات ایران.

## ب. انگلیسی

1. Addison-Wesley Pearson, 2005, *Mutual Funds*, Professionally managed portfolios.
2. Elfakhani, Said & Hassan, M.Kabir, 2005, "Performance of Islamic Mutual

- Funds", 12th Annual conference of Economic Research Forum, December.
3. AAOIFI, 2002 Investment.Sukuk (shar'iahStandard.No.18), Manama: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
  4. Farrell, Paul B, 1999, The Winning portfolio Y choosing your 10 best mutual Funds, First Ed, Bloomberg press.
  5. Hassan, M. Kabir & Seif I. Tag el-Din, 2005, "Speculative Bubbles in Islamic Stock Market Empirical Assessment" MIHE Working Paper, Leicester, U.K.
  6. .Investment Company Institute (ICI), 2006, 2005 Fact Book, 46th Ed
  7. .Nathif J.Adam & Abdulkader Thomas, 2004 ,*Islamic Bonds: Your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk*, Euro money Books, London.
  8. Tariq Al Rifai, 2003, "An overview of Islamic finance and the Growth of Islamic funds",Islamic Funds world.