

## بررسی و تبیین مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب در بازار سرمایه و نقش اخلاق در کاهش آن

حمید ابریشمی\*

استاد دانشگاه تهران، دانشکده اقتصاد

ابوالقاسم توحیدی نیا (a.tohidinia@ut.ac.ir)

استادیار دانشگاه تهران، دانشکده اقتصاد

فاطمه خزایی (fateme.khazaei@gmail.com)

کارشناس ارشد اقتصاد دانشگاه تهران، دانشگاه تهران

(دریافت ۱۳۹۶/۱۰/۲۰ - پذیرش ۱۳۹۶/۱۲/۵)

### چکیده

پژوهش حاضر درصدد بررسی و تبیین مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب در بازار سرمایه و نقش اخلاق در کاهش آن بوده است. در این پژوهش با استفاده از روش کیفی سعی شد با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و اینترنتی به صورت توصیفی، تحلیلی به بررسی موضوع پرداخته شود. برای ایجاد شفافیت در بازار سرمایه، در دسترس بودن اطلاعات مهم ترین عامل است. هرچه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه، شفاف تر و متقارن باشد، تأثیرگذاری این بازار بر رشد و توسعه اقتصادی بیشتر خواهد شد. یکی از پیامدهای منفی ناشی از تقارن نداشتن اطلاعات، سوء استفاده یا به عبارتی مخاطره اخلاقی فرد یا گروه دارای اطلاعات بیشتر است که به دنبال آن، طرف دیگر که اطلاعات کمتری دارد، دچار انتخاب نامناسب می‌شود. در پژوهش حاضر نشان داده شده که پیروی از اصول اخلاقی اسلامی و تدوین دستورالعمل‌های اخلاقی و فرهنگ‌سازی برای حاکمیت ارزش‌های اخلاقی و دینی می‌تواند تا حد زیادی در کاهش حيله و فریب و افزایش صداقت و اعتماد و ایجاد شفافیت مؤثر باشد و هزینه نظارت را کاهش دهد و اجرای قوانین را نیز تضمین کند.

**واژه‌های کلیدی:** اخلاق، اخلاق اسلامی، انتخاب نامناسب، بازار سرمایه، شفافیت اطلاعات، مخاطرات اخلاقی.

## مقدمه

بازار سرمایه به مثابه بخشی از بازار مالی، نقش مهمی در اقتصاد بازار دارد. از طریق چنین بازارهایی است که پس اندازها در بخش‌های مختلف اقتصاد ملی، برای سرمایه‌گذاری در صنعت، به شرکت‌ها منتقل می‌شوند. از آنجا که رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی مطلوب، بدون تجهیز منابع مالی بلندمدت، غیرممکن است، توجه به جایگاه و نقش مهم بازار سرمایه از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است. بازار سرمایه زمانی می‌تواند تأثیر حیاتی خود را به خوبی اعمال کند که عرضه و تقاضای منابع مالی آن از تخصیص بهینه برخوردار باشد. پیش شرط اصلی تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه، کارایی در عملکرد آن است. یکی از تفاوت‌های بازارهای مؤثر و کارآمد سرمایه با بازارهای ناکارآمد، ناشی از پدیده اطلاعات و میزان شفافیت و دسترسی به آن است. هرچه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه بیشتر باشد، تأثیرگذاری بازار سرمایه بر رشد و توسعه اقتصادی نیز بیشتر خواهد بود.

در اقتصاد متعارف، بازار (که بازار سرمایه را هم شامل می‌شود) مبتنی بر نفع شخصی مادی است و این انگیزه نفع شخصی محض است که با سازوکار قیمت، بازار را جهت دهی و هدایت می‌کند. از طرفی می‌گوییم بازار باید شفاف باشد و اطلاعات کامل در جریان باشد. حال این پرسش مطرح است که شفافیت چگونه با نفع شخصی سازگار است؟ این انگیزه نفع شخصی ممکن است مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه را از ارائه اطلاعات بازدارد و موجب مخاطره اخلاقی<sup>۱</sup> و انتخاب نامناسب<sup>۲</sup> در بازار شود که از کارایی بازار می‌کاهد.

در این مقاله می‌کوشیم بیان کنیم که این اصالت بخشیدن به سودطلبی محض انسان اقتصادی و معیار قرار گرفتن نفع شخصی و منطق حداکثرسازی سود، موجب پنهان‌سازی اطلاعات و ایجاد مخاطرات در بازار سرمایه شده است که در پی آن کوشیده‌اند این مشکل را با نظارت و وضع قوانین حل کنند. برخی معتقدند اتخاذ قوانین و مقررات جامع و اجرای صحیح آنها می‌تواند بستر مناسبی برای ترویج ارائه اطلاعات در بازار سرمایه ایجاد کند. آنها معتقدند که حاکمیت قانون الهام بخش مفاهیمی چون عدالت، مسئولیت و پاسخگویی است که با گذر زمان الزام به رفتار براساس قانون تبدیل به فرهنگ می‌شود و این همان ویژگی‌ای است که در بازار سرمایه به آن نیازمندیم. مقاله حاضر درصدد پاسخگویی به این پرسش است که اگر اخلاق اسلامی وظیفه‌گرایی در بازار سرمایه، مبنای کار مشارکت‌کنندگان قرار گیرد، چه تأثیری بر شفافیت و کارایی بازار خواهد داشت؟

1. Moral Hazard  
2. Adverse Selection

### پیشینه تحقیق

ابراهیمی سالاری و همکاران به بررسی وضعیت کارایی در بازار سرمایه ایران پرداخته‌اند و ضمن ارائه موانع شفافیت در بازار سرمایه بیان داشته‌اند که آموزه‌های اخلاقی اسلامی نظیر صداقت، انصاف، زیان نرساندن به دیگران و ... در رفع موانع و افزایش شفافیت در بازار مؤثرند [۱].

امینی و همکاران بیان می‌کنند که هدف از شفافیت، اجازه دادن به افراد، بازارها و دولت است تا واحدهای اقتصادی را در قبال سیاست‌ها و عملکردهایشان پاسخگو نگه دارند. هر قدر نشر اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان تصمیم‌گیری آگاهانه افزایش و امکان رشد فساد کاهش می‌یابد [۲].

سلیمی‌فر و شیرزور به بررسی کارایی اطلاعاتی بازار سهام و حد تأثیرگذاری سازمان بورس پرداخته‌اند. در این تحقیق کارایی با آزمون فرضیه گام تصادفی، ضعیف ارزیابی شد [۷].

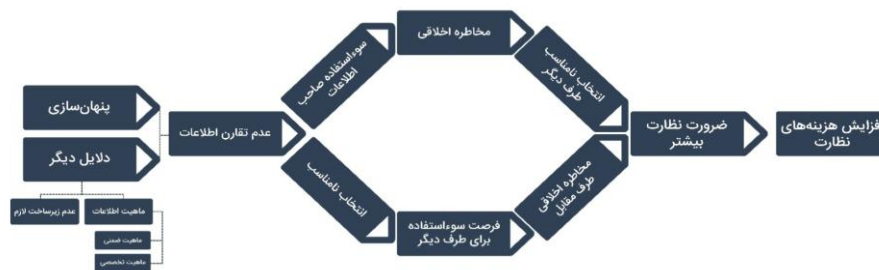
تجویدی به ارائه ابعاد مختلف شفافیت و بررسی اثر شفافیت بر ثبات و کارایی بازار سرمایه پرداخته است [۵].

عباسی به بیان موانع و راهکارهای شفافیت در بازار سرمایه ایران و معرفی راهکارهایی به‌منظور رفع این موانع پرداخته است [۱۰].

نجفی بیان می‌کند که تلاش برای حاکم کردن اخلاق اسلامی در بازار سرمایه به افزایش کارایی می‌انجامد و هنجارهای اخلاقی اسلامی از قبیل آزادی از ربا، غرر، غبن، جهالت و ... با نظرهای کارایی قابل شناسایی‌اند [۱۳].

### مبانی نظری مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب

برای ایجاد شفافیت در بازار سرمایه، در دسترس بودن اطلاعات از مهم‌ترین عوامل است. هرچه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه به‌صورت شفاف که در اصطلاح اطلاعات متقارن نامیده می‌شود، بیشتر باشد، تأثیرگذاری این بازار بر رشد و توسعه اقتصادی بیشتر خواهد شد [۱۷]. یکی از پیامدهای منفی تقارن نداشتن اطلاعات، سوء استفاده یا به‌عبارتی مخاطره اخلاقی فرد یا گروه دارای اطلاعات بیشتر است که به‌دنبال آن، طرف دیگر که دارای اطلاعات کمتر است، ممکن است دچار انتخاب نامناسب شود [۱۴، ۱۵].



شکل ۱. روند وقوع مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب

مثال ۱- کارشناس یک شرکت کارگزاری، عملکرد گذشته شرکت خود را از طریق نشان دادن بازده مجموع سبدهای مشتریان در طی ۱۰ سال گذشته، تبلیغ می‌کند. او درمی‌یابد که در مجموع سبدها، عملکرد سبدهایی که در طی این دوره از مدیریت شرکت خارج شده‌اند، در نظر گرفته نمی‌شود؛ درحالی که توصیف این اطلاعات و عملکرد نشان می‌دهد که تمامی سبدهای شرکت را در بر می‌گیرد. مخاطره اخلاقی کارشناس شرکت سبب می‌شود که افراد در انتخاب کارگزاری مورد اطمینان خود دچار انتخاب نامناسب شوند.

مثال ۲- سیدگردان یک شرکت کارگزاری با اطلاع از عرضه اولیه سهام شرکت الف در بازار بورس، به بررسی اجمالی شرکت مورد نظر می‌پردازد؛ اما با توجه به انتشار دیرنگام اطلاعات شرکت الف و مشغله کاری سیدگردان، وی فرصت لازم برای بررسی مناسب را ندارد؛ از این رو با نگاهی به گزارش عملکرد سه‌ماهه شرکت، پوشش سه‌ماهه شرکت برای سود هر سهم را برای کل سال تعمیم داده (در ۴ ضرب کرده است) و با استفاده از نسبت قیمت به درآمد میانگین صنعت، به قیمت‌گذاری سهم شرکت الف و سفارش خرید آن برای سبدهای تحت مدیریت اقدام کرده است. انتخاب نامناسب این سیدگردان در روش انتخابی برای قیمت‌گذاری سهام شرکت سبب ایجاد مخاطره اخلاقی در بازار سرمایه می‌شود (ممکن است با این ارزش‌گذاری اشتباه صف خرید و تقاضا ایجاد شود و قیمت سهام به‌طور کاذب افزایش یابد).

#### شفافیت اطلاعات

بازارهای مالی توسعه‌یافته‌تر به معنای ثبات بلندمدت نظام مالی و اعتماد مردم به اجزای تشکیل دهنده این نظام است. یکی از عوامل توسعه این بازار، "شفافیت" است. هدف از شفافیت، اجازه دادن به افراد، بازارها و دولت‌هاست تا واحدهای اقتصادی را در قبال سیاست‌ها و عملکردهایشان پاسخگو نگه دارند [۷]. هرچه نشر اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان گرفتن

تصمیم‌های آگاهانه افزایش و امکان رشد فساد کاهش می‌یابد؛ بنابراین یکی از الزام‌های رقابت سالم، دسترسی همه مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات شفاف است [۲].

### مخاطرات اخلاقی

مخاطرات اخلاقی وضعیتی است که در آن یکی از طرف‌های یک موافقت‌نامه (قبل و بعد از انعقاد موافقت‌نامه) انگیزه دارد به شیوه‌ای عمل کند که به هزینه طرف دیگر، منفعت اضافی برای خود ایجاد کند [۱۹، ۲۱].

از دیدگاه برلی و مایرز [۱۶] مخاطره اخلاقی به دلیل هزینه‌های نظارتی و برخی ناطمینانی‌ها در بازار به وجود می‌آید. ذکر این نکته شایان توجه است که مخاطره اخلاقی همانند تقلب نیست. در بیشتر موارد مخاطره اخلاقی به دور از رفتارهای غیرقانونی است. مخاطره اخلاقی ممکن است شامل تقلب باشد، ولی تقلب از ملزومات مخاطره اخلاقی نیست [۲۰، ۲۳].

### انتخاب نامناسب

زمانی که طرف مبادله دارای اطلاعات بیشتر، از زمینه فرصت ایجادشده، نهایت استفاده و بهره را می‌برد و به زبان طرف مقابل، منافع خود را به حداکثر می‌رساند، فردی که اطلاعات بیشتری دارد در معرض مخاطره اخلاقی است و اگر اقدام به سوء استفاده از این اطلاعات کند، فرد مقابلش دستخوش انتخاب نامناسب می‌شود؛ یعنی وارد معامله‌ای می‌شود که به نفع و مصلحتش نیست، این مفهوم در واقع همان چیزی است که اقتصاددانان از آن با عنوان «تخصیص نامناسب» نام می‌برند [۱۸]. انتخاب نامناسب به انتخاب بدی گویند که طرف مقابل به دلیل مخاطره اخلاقی ایجادشده توسط طرف اول، مرتکب می‌شود و سودش کم شده و سود طرف مقابل به‌طور غیر اخلاقی زیاد می‌شود [۲۲].

### راهکار جلوگیری یا برخورد با مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب در بازار سرمایه

۱. راهکار (نظارت) بیرونی که مبتنی بر قانون و نظارت بر اجرای آن در جهت شفاف‌سازی به منظور جلوگیری از مخاطره اخلاقی و انتخاب نامناسب یا در جهت جبران و به‌منظور برخورد با خاطیان است.

مثال) هر شخصی که از اطلاعات نهانی مربوط به اوراق بهادار که حسب وظیفه در اختیار وی قرار گرفته به‌نحوی که به ضرر دیگران یا به‌نفع خود یا به نفع اشخاصی که از طرف آنها به هر عنوان نمایندگی داشته باشند، قبل از انتشار عمومی استفاده کند یا موجبات افشا و انتشار آنها را در غیر موارد مقرر فراهم کند، مطابق ماده ۴۶ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهد شد (این قانون موجب می شود به دلیل مجازات، افراد از ارتکاب جرم دوری کنند و اگر هم جرمی مرتکب شوند مجازات و تنبیه آن مشخص خواهد بود).

اتخاذ راهکار (نظارت) بیرونی موانع و مشکلاتی دربر خواهد داشت از جمله:

- در صورت نبود قانون باید در جهت وضع قانون برنامه ریزی و اقدام شود؛
- این احتمال وجود دارد که قوانین وضع شده محکم و جامع نباشند و بتوان راه فراری از آنها پیدا کرد؛ از این رو به اقدام در جهت محدود کردن راه های فرار نیاز است؛
- گاهی ممکن است در اجرای قوانین و مقررات ضعف وجود داشته باشد؛
- گاهی مجریان فاسد مسئول اجرای قوانین وضع شده می شوند.

۲. راهکار (نظارت) درونی از طریق اخلاق.

### اخلاق در بازار سرمایه

تبعیت شاغلان بازار سرمایه از اصول اخلاقی، تمامی فعالان بازار سرمایه را منتفع می کند و اطمینان سرمایه گذاران به بازارهای مالی را ارتقا می بخشد. اصول اخلاقی به تدریج موجد اطمینان عمومی به بازار می شود و از گسترش و توسعه بازارها حمایت می کند. اخلاق صحیح و دقیق برای بازار سرمایه و حرفه کارگزاری، امری اساسی است. اطمینان، امری است که به سختی به دست می آید و به راحتی از دست می رود. شرکت ها و افراد می توانند از طریق تعهد به بالاترین استانداردهای اخلاقی و رفتار حرفه ای، این اطمینان را به وجود آورند و آن را حفظ کنند. اخلاق، صرفاً یک صفت عالی نیست که تنها توسط برخی شاغلان رعایت شود؛ باید در تمام سطوح بازار سرمایه نفوذ کرده و بهترین منافع مشتریان و کارفرمایان را حفظ کند [۱۲].

زمانی که یک خلأ مبنایی در ایجاد، ارائه و استقرار یک سرمشق و معیار مناسب رفتار حرفه ای به فعالان بازار وجود داشته باشد، فعالان بازار به طور معمول با درک شخصی خود از رفتار اخلاقی و حرفه ای، جز در موقعیت هایی که الزامات قوانین و مقررات حاکم در بازار تعیین تکلیف کرده است، به فعالیت می پردازند و در نبود و ناآگاهی از رفتار اخلاقی و حرفه ای، قضاوت درباره رفتار شاغلان حرفه براساس معیارهای صحیح و قابل اتکا امکان پذیر نیست. فعالان بازار علاوه بر پایبندی به بالاترین سطوح رفتار اخلاقی، باید در هنگام تصمیم گیری، سلامت و پایداری بلندمدت بازار را نیز لحاظ و بررسی کنند. اصول اخلاقی اکثر بورس های معتبر جهان، فعالان بازار را ترغیب می کند تا در اقدامات و تصمیمات خود، حفظ و پایداری بازار سرمایه را

مدنظر قرار دهند؛ علاوه بر این، در طراحی و تدوین رویه‌های ترفیع و جبران خدمات شرکت نباید افراد را به مشارکت در رفتار غیراخلاقی یا سؤال برانگیز در جهت کسب منفعت مالی و غیرمالی، ترغیب کنند. رفتار اخلاقی و پایداری و عملکرد صحیح بازار سرمایه از مؤلفه‌های اصلی حمایت از منافع همگان است [۴].

#### اصول بنیادین اخلاق حرفه‌ای در بازار سرمایه متعارف

اغلب شرکت‌ها و مؤسسات حرفه‌ای، موازین اخلاقی خاصی را برای رفتار حرفه‌ای اعضای خود تدوین می‌کنند. اصول و موازین اخلاق حرفه‌ای اهمیت زیادی در هدایت رفتار و تصمیمات دست‌اندرکاران بخش خدمات مالی دارند.

اصول (کدهای) اخلاقی شامل مجموعه‌ای از ارزش‌هاست که نسبت به دیگر ارزش‌ها برای سازمان در اولویت قرار داده می‌شود. اخلاق واژه‌ای است که خوب و بد را از هم جدا می‌کند و مباحث اخلاقی صرفاً مربوط به دین نمی‌شود؛ همه زیرمجموعه‌ای از فرهنگ هستند، ولی باید مرز بین انسان اخلاق‌مدار و غیره رعایت شود.

هفت اصل بنیادین اخلاقی، آن‌گونه که در موازین اخلاقی گروهی از نهادهای حرفه‌ای بزرگ خدمات مالی از جمله: آکادمی مؤسسات بیمه آمریکا، مؤسسه بانکداران معتبر/ اتحادیه بانکداران آمریکا، مؤسسه حسابداران عمومی معتبر آمریکا، تحلیلگران مالی معتبر آمریکا، اتحادیه برنامه ریزی مالی آمریکا، اتحادیه ملی مشاوران امور مالی و بیمه، اتحادیه ملی مشاوران مالی اشخاص، برنامه‌ریزان مالی معتبر و جامعه کاربران حرفه‌ای خدمات مالی آمریکا دیده می‌شود، عبارت‌اند از: صداقت<sup>۱</sup>، بی‌طرفی<sup>۲</sup>، شایستگی<sup>۳</sup>، انصاف<sup>۴</sup>، رازداری<sup>۵</sup>، حرفه‌ای‌گری<sup>۶</sup> و سختکوشی<sup>۷</sup> [۶].

بازارهای بورس متعددی در جهان وجود دارند که در این تحقیق اصول اخلاق حرفه‌ای بزرگ‌ترین این بازارها (بازار بورس نیویورک، بازار بورس توکیو، بازار بورس نزدک، بازار بورس لندن و بازار بورس شانگهای) بررسی می‌شود:

- 
1. Integrity
  2. Objectivity
  3. Competence
  4. Fairness
  5. Confidentiality
  6. Professionalism
  7. Diligence

## جدول ۱. اصول اخلاق حرفه‌ای در بازار بورس نیویورک

نام مؤسسه (تهاد)	صداقت	بی طرفی	افشای کامل اطلاعات	انصاف	رازداری	مطابقت با قوانین	سخت‌کوشی
بازار بورس نیویورک	بهمانطور ایجاد گسترش اعتماد عمومی، تمامی اعضا باید کلیه وظایف و مسئولیت‌های خود را با نهایت صداقت و درستکاری به انجام برسانند.	تمامی اعضا موظف‌اند در انجام وظایف خود با بی‌طرفی کامل و فارغ از هرگونه تضاد منافع عمل کنند. اعضا باید به هنگام انجام وظیفه و ارائه خدمات، در ظاهر و در باطن، به‌شکلی کاملاً مستقل عمل کنند.	افشای کامل، منصفانه، دقیق، به‌موقع و قابل فهم در گزارش‌ها و ثبت اسناد، یا ارائه‌شده به کمیسیون بورس و اوراق بهادار و دیگر ارتباطات عمومی ارائه شده از طرف شرکت؛	اعضا باید با صداقت و براساس باور به این موضوع که انجام مسئولیت به نحو احسن بهترین نتیجه را در بر خواهد داشت، عمل کنند.	اعضا نباید بدون موافقت مشتری به افشای اطلاعات محرمانه وی اقدام کنند و همچنین نباید از اطلاعات خود در جهت منفعت شخصی استفاده کنند.	هیچ یک از اعضا نباید مرتکب عملی شوند که با اصول حرفه‌ای‌گری و مهارت حرفه‌ای در تضاد باشد.	اعضا باید معیارهای فنی و اخلاقی این حرفه را رعایت کنند و تلاش کنند کیفیت خدمات خود را به‌طور مداوم ارتقا دهند و مسئولیت حرفه‌ای خود را به بهترین شکل انجام دهند. تمامی اعضا باید در اجرای مسئولیت‌های خود در قبال خواسته‌های مشتری نهایت تلاش و سخت‌کوشی را به‌کار گیرند. همچنین سخت‌کوشی به‌معنای عمل سریع، به‌موقع، دقیق، کامل و همراه با رعایت کلیه معیارهای فنی و اخلاقی است.



جدول ۲. اصول اخلاق حرفه‌ای در بازار بورس توکیو و آمریکا

نام مؤسسه (نهاد)	صداقت	بی طرفی	افشای کامل اطلاعات	انصاف	رازداری	مطابقت با قوانین	سخت‌کوشی
بازار بورس توکیو	رفتار نوام با صداقت شایستگی، سخت‌کوشی، احترام و رعایت اخلاق با مردم، مشتریان کنونی، مشتریان بالقوه، کارفرمایان، کارکنان، همکاران و همه دست اندرکاران بازار سرمایه	همه اعضا موظفاندهند نهایت دقت خود را به کار گیرند تا با استقلال کامل به حرفه خود بپردازند. همچنین باید از ارائه درخواست یا پذیرش هر گونه هدیه یا نفع مادی که احتمال به خطر افتادن استقلال و بی طرفی خود یا دیگران در آن باشد، پشیمانی پرهیزند.	افشای کامل، منصفانه، دقیق، به موقع و قابل فهم در گزارش‌ها و ثبت اسناد ارائه شده به کمیسیون بورس و اوراق بهادار؛ و تلاش برای رسیدن به سطح مطلوبی از شایستگی حرفه‌ای و ارتقای روزافزون آن	تمامی اعضا باید هنگام ارائه تحلیل سرمایه‌گذاری و توصیه‌های سرمایه‌گذاری، یا هر عمل حرفه‌ای دیگر با رعایت انصاف و بی طرفی اقدام کنند.	همه اعضا باید اطلاعات شرکت کنونی، گذشته و آتی را محرمانه تلقی کنند، مگر اینکه ۱. اطلاعات مربوط به اعمال خلاف قانون باشد. ۲. افشای اطلاعات به درخواست قانون باشد. ۳. شرکت اجازه افشای آن را داده باشد.	همه اعضا باید به مشکلی کاملاً حرفه‌ای و با مهارت کامل و رعایت اصول قانونی عمل کرده و دیگران را نیز به این شیوه تشویق کنند.	همه اعضا باید هنگام تحلیل، ارائه توصیه‌های سرمایه‌گذاری، اقدام به سرمایه‌گذاری و ارتکاب هر گونه عمل مربوط به این حرفه نهایت دقت را به کار گیرند و با تلاش و پشتکار و جدیت کامل عمل کنند.
بازار بورس نیویارک	باید تلاش شود تا به سازگاری بیش از پیش میان گفتار و کردار دست یافت و برای مراجعه‌کنندگان ارزش ایجاد کرد.	اعضا موظفاندهند به هنگام ارائه خدمات حرفه‌ای به مشتریان خود، با بی طرفی کامل رفتار کنند.	تعهد ما به حفظ شایستگی حرفه‌ای نیازمند یادگیری مداوم و ارزیابی دائم توانایی‌مان برای رفع مؤثر و به هنگام نیازهای مراجعه‌کنندگان است.	اعضا موظفاندهند به گونه‌ای خدمات خود را ارائه کنند که برای مشتریان، کارفرمایان، شرکا و تمامی مراجعه‌کنندگان منصفانه و منطقی باشند و همچنین هر گونه تضاد منافع را افشا کنند.	عملکرد اعضا باید بر اساس قانون باشد.	اعضا باید در ارائه خدمات حرفه‌ای نهایت تلاش و سخت‌کوشی خود را به کار گیرند.	

## جدول ۳. اصول اخلاق حرفه‌ای در بازار بورس لندن و شانگهای

نام مؤسسه (نهاد)	صداقت	بی‌طرفی	افشای کامل اطلاعات	انصاف	رازداری	مطابقت با قوانین	سخت‌کوشی
بازار بورس لندن	رعایت اصل صداقت برای ارائه دقیق و درست تمامی حقایق مورد نیاز سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری صحیح ضروری است.	به این موضوع اشاره نشده است.	تکمیل اطلاعات و موارد ضروری سرمایه‌گذاران به‌طور جامع و قابل فهم	هر چه را برای خود می‌پسندید برای دیگران نیز همان را بپسندید.	حفظ اطلاعات محرمانه شرکت.	تصمیم‌گیری‌ها و اعمال براساس قانون صورت گیرد.	به این موضوع اشاره نشده است.
بازار بورس شانگهای	همواره یا صداقت و درستکاری عمل کنید.	به این موضوع اشاره نشده است.	از افشای کامل و دقیق اطلاعات دریغ نوزدید تا از این طریق به سطح بالایی از اعتماد حرفه‌ای دست یابید.	به این موضوع اشاره نشده است.	اطلاعات مربوط به معاملات حرفه‌ای شرکت و مشتریان و مراجعه‌کنندگان کنونی و آتی را محرمانه نگه دارید.	به تمامی قوانین و مقررات اعمال شده است، پایبند باشید.	به این موضوع اشاره نشده است.

منبع: <http://english.sse.com.cn> و [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

با توجه به اصول (کدهای) اخلاقی تعریف‌شده توسط سازمان‌های بورس معروف دنیا، می‌توان استنباط کرد که در اخلاق حرفه‌ای رایج در اقتصاد متعارف، همه دستوره‌های اخلاقی در راستای منفعت افراد و گروه‌ها مطرح می‌شود. این در حالی است که این‌گونه امور در دستوره‌های اخلاقی اسلام وجود دارد، ولی در راستای بیان مسائل اخلاقی به‌عنوان کمال بخش

انسان مطرح می‌شود. در اقتصاد متعارف با ترویج نفع شخصی، اخلاقی بودن دشوار است و اگر هم اخلاقی مدنظر است، اخلاق نتیجه‌گراست. از این‌رو به قانون‌گذاری برای کنترل بازار روی می‌آورند. این کشورها علی‌رغم لحاظ اخلاق در بازار سرمایه‌شان (اخلاق نتیجه‌گرا را در نظر دارند)، مجدداً با قانون و مقررات، اخلاق را هم کنترل می‌کنند. به‌عنوان مثال از اصول اخلاقی تعریف‌شده در سازمان‌های بورس دنیا صداقت، بی‌طرفی، رازداری و ... است، اما به‌دلیل مبتنی بودن اخلاق بر نفع شخصی، ممکن است رعایت اصول فوق هر زمانی که در مقابل نفع شخصی قرار بگیرند، کنار گذاشته شده و نفع شخصی دنبال شود.

از طرفی آگاهی از قوانین و مقررات به‌منظور اعمال در یک موقعیت ویژه، مهم است؛ اما برای تضمین اخلاقی بودن تصمیمات و اقدامات کافی نیست. افراد باید موقعیت‌هایی را که آنها را در معرض تعارض‌های اخلاقی قرار می‌دهند شناسایی کنند. ماهیت و سطح قوانین و مقرراتی که در آینده تصویب خواهد شد به چگونگی تطابق افراد و شرکت‌ها با قوانین و مقررات جاری بستگی دارد. تبعیت بیشتر از قوانین و مقررات جاری، تغییرات کمتری را در آنها در پی خواهد داشت و برعکس، بی‌توجهی و پایبندی به آنها، ایجاد قوانین و مقررات سختگیرانه‌تری را ضرورت می‌بخشد. در این زمینه، شاغلان حرفه باید از طریق آموزش مداوم، رفتار اخلاقی و حرفه‌ای خود را تقویت کنند و با رعایت کدهای اخلاقی مطروحه سازمان، تأثیر مثبتی بر قوانین و مقررات محیط عملیاتی خود داشته باشند.

#### اخلاق اسلامی در بازار سرمایه اسلامی

در اخلاق هنجاری، نظریه‌هایی برای دفاع از ارزش‌های اخلاقی وجود دارد؛ نظیر نتیجه‌گرا یا پیامدگرا<sup>۱</sup> که غایت‌گرا<sup>۲</sup> نیز خوانده می‌شوند؛ این نظریه‌ها بر پیامد ارزش‌های اخلاقی تأکید دارند و الزام و ارزش رفتارها و صفات اخلاقی را در آنجا می‌جویند؛ یا نظریه‌های وظیفه‌گرا<sup>۳</sup> که قائل به ارزش و الزام درونی اعمال و رفتار اخلاقی است. نظریه‌های فضیلت‌گرا هم ارزش رفتارهای اخلاقی را از تأثیری که در رابطه با فضایل و شکل‌گیری منش و شخصیت اخلاقی دارند دنبال می‌کنند [۱۱].

مکتب اخلاقی اسلام چنان است که برای همه طبقات انسان برنامه دارد و از عالی‌ترین مراتب انسانی تا ضعیف‌ترین انگیزه‌های اخلاقی را در بر می‌گیرد. برای انسان‌های بلندمرتبه‌ای چون علی ابن ابی‌طالب، پایه و اساس، وظیفه‌گرایی است. تنها محرک عمل اخلاقی او، وظیفه

---

1. Consequentialism  
2. Teleologism  
3. Deontologism

بندگی است: «وجدتک اهلاً للعباده فعبدتک». و برای افراد متوسط شوق پاداش و بهشت: «طمعاً للجنة» و برای دیگران هم، همان ترس از عذاب: «خوفاً من نارک».

اصل تفکر اخلاقی اسلام نوعی وظیفه‌گرایی است؛ اما به لحاظ اینکه بیشتر انسان‌ها نمی‌توانند بر این اساس عمل کنند، خودگرایی و سودگرایی نیز در مراتب بعدی به‌عنوان جانشین اخلاق اصیل و والا مطرح می‌شود و به همه انواع انگیزه‌ها پوشش می‌دهد [۳، ص ۳۰-۷].

اخلاق در اقتصاد متعارف، اخلاق نتیجه‌گراست، یعنی در عین حفظ منافع، اخلاقی عمل کنند یا به عبارتی اگر اخلاقی عمل کنند، مطلوبیت حداکثر می‌شود. در اقتصاد متعارف همه در پی نفع شخصی‌اند و دست نامرئی همه چیز را مرتب می‌کند. البته این دیدگاه مخالفان زیادی در غرب دارد که معتقدند با این تفکر به رفاه اجتماعی مدنظر اسمیت نمی‌توان رسید. در اقتصاد متعارف، با وضع قوانین و مقررات، محدودیت‌هایی ایجاد کرده‌اند، اما کافی نبوده و به سراغ اصول (کدهای) اخلاقی رفته‌اند، در حالی که اگر اخلاق وظیفه‌گرا مدنظر قرار می‌گرفت اشخاص و فعالان بازار تحت هر شرایطی به اصول اخلاقی عمل می‌کردند، حتی اگر این اصول در تعارض با نفع شخصی قرار می‌گرفت، چراکه معتقدند عمل و رعایت اصول وظیفه‌آنهاست. اما در اخلاق اسلامی، فعالان بازار اگر مبتنی بر اخلاق اسلامی نتیجه‌گرایی نیز عمل کنند، انگیزه معنوی برای خود در نظر می‌گیرند و تنها به رسیدن به منفعت و سود شخصی نمی‌اندیشند. اگر هم مبتنی بر اخلاق اسلامی وظیفه‌گرایی عمل کنند، بر خود لازم می‌دانند که اصول حرفه‌ای کار را رعایت کرده و از هرگونه اقدام منجر به مخاطره اخلاقی، خودداری کنند. در نهایت پایبندی به اخلاق اسلامی سبب می‌شود که بدون صرف هزینه برای نظارت بر بازار و قانون‌گذاری، هر فرد وظایف و اختیارات خود را به خوبی انجام دهد و بازار شفاف و اطلاعات آن متقارن باشد [۹].

عمده‌ترین موانع افزایش شفافیت در بازار سرمایه به شرح زیر است که کنترل این عوامل از طریق قانون سخت است و بهتر است از طریق فرهنگ‌سازی اخلاق وظیفه‌گرایی در بازار اینها را کنترل کرد.

- ارائه اطلاعات نادرست از سوی شرکت‌ها؛
- انجام معاملات صوری برای رسیدن به منافع خود؛
- دستکاری قیمت سهام و سوق دادن قیمت به سوی قیمت ناعادلانه؛
- ندادن اطلاعات از سوی شرکت‌ها و استفاده از اطلاعات محرمانه توسط دست‌اندرکاران شرکت؛
- انجام معاملات بر مبنای اطلاعات داخلی که در اختیار همگان قرار نگرفته است؛

- تبانی و تشکیل ائتلاف؛
- اشاعه اخبار و اطلاعات کذب، با هدف افزایش یا کاهش مصنوعی قیمت سهام در بازار.

در صورت پیروی از اخلاق اسلامی در بازار سرمایه افراد بدون نیاز به صرف زمان و هزینه برای قانون گذاری و نظارت بر اجرای آن از ارائه اطلاعات نادرست و همچنین انتشار ندادن اطلاعات پرهیز می کنند، برای رسیدن به منفعت شخصی خود دست به معاملات صوری نمی زنند، با دستکاری قیمت ها و ایجاد قیمت های ناعادلانه در صدد دستیابی به سود شخصی نخواهند بود، از تشکیل ائتلاف و تبانی برای نفع بردن عده و گروه خاصی جلوگیری می کنند و از اشاعه اخبار و اطلاعات کذب برای کاهش و افزایش مصنوعی قیمت ها خودداری می کنند. البته باید به این نکته توجه کرد که تأکید بر اخلاق و نظارت درونی به معنای بی توجهی به قانون و نظارت بیرونی و بی نیازی از آنها نیست. در سازوکار اقتصاد مبتنی بر اخلاق اسلامی، اصل بر نظارت درونی (اخلاق) است و هر زمانی مشکلات با اخلاق کنترل نشد، به سمت قانون می رویم، اما در اقتصاد متعارف اصل بر نظارت بیرونی است و هر زمانی که قانون کافی نبود با اصول اخلاقی بازار را کنترل می کنند.

### جمع بندی و نتیجه گیری

برای ایجاد شفافیت در بازار سرمایه، در دسترس بودن اطلاعات مهم ترین عامل است. هرچه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه به صورت شفاف که اصطلاحاً اطلاعات متقارن نامیده می شود، بیشتر باشد، تأثیر گذاری این بازار بر رشد و توسعه اقتصادی بیشتر خواهد شد. به طور کلی اهمیت شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه سبب توجه به این مسئله در سال های اخیر شده است؛ زیرا اطلاعات از مهم ترین ارکان بازار سرمایه است. آنچه سبب شکل گیری و تغییر انتظارات سرمایه گذاران بازار سرمایه می شود، اطلاعاتی است که به نحوی به این بازار مربوط می شوند. هر سرمایه گذار، بنابر نوع انتظاراتی که بر پایه این اطلاعات، برای خود شکل می دهد، نرخ بازده مورد انتظار خود را تعیین می کند و بر همین اساس، برای انجام معاملات، قیمت های پیشنهادی خود را ارائه می دهد.

در بازارهای شفاف اطلاعاتی، کلیه اطلاعات به طور سریع و بی پرده، در اختیار عموم قرار می گیرد و در نتیجه، به لحاظ همگونی اطلاعات در طرفین، شیوه تصمیم گیری و نحوه واکنش به این اطلاعات، سبب شکل گیری معاملات خواهد شد. از این رو تدوین قوانین و منشورهای اخلاقی براساس آموزه های اخلاقی که با فرهنگ ملی و دینی نیز تناسب دارند، می تواند هزینه

نظارت را کاهش دهد و اجرای قوانین را نیز تضمین کند. این امور به ایجاد اعتماد و راستی در بازار و افزایش شفافیت بازار سرمایه منجر می‌شود.

اگر بخواهیم مقایسه‌ای بین بازار سرمایه متعارف و بازار سرمایه اسلامی داشته باشیم این گونه برداشت می‌شود که بازار سرمایه براساس برخی اهداف و خطوط کلی شکل می‌گیرد که سیاست‌های بازار سرمایه را مشخص می‌کند. در بازار سرمایه متعارف، هدف اصلی حداکثر کردن سود صاحبان سهام و صاحبان اوراق مالی است و تمام بازار برپایه این انگاره فعالیت می‌کند و سیاست بازار بر این پایه استوار است. در بازار سرمایه اسلامی، اصطلاحاً هدف فقط حداکثر کردن سود سهام دار نیست و نکات مختلف دیگری نیز در نظر گرفته می‌شود. مثلاً ابعاد مختلف یک فعالیت اقتصادی در نظر گرفته می‌شود، کارکنان، مدیران و حتی مشتریان محصولات و به نوعی منافع کل جامعه‌ای که در ارتباط با محصولات این بنگاه و متأثر از آنهاست، موضوع بازار سرمایه است. بازار سرمایه اسلامی و بازار سرمایه متعارف، به جز اهداف، در سازوکار نیز تفاوت دارند؛ این تفاوت، ابزارهای مورد استفاده در بازار را نیز شامل می‌شود. تدوین دستورالعمل‌های اخلاقی و فرهنگ‌سازی برای حاکمیت ارزش‌های اخلاقی و دینی، تا حد زیادی در کاهش حيله و فریب و افزایش صداقت و اعتماد و ایجاد شفافیت مؤثر است و نیاز به نظارت و هزینه برای اجرایی کردن قوانین را کم می‌کند. از جمله آموزه‌های اخلاقی اسلام مؤثر در افزایش شفافیت در بازار سرمایه عبارت‌اند از:

- حاکمیت یاد خدا (غلبه نکردن سودطلبی شخصی، مزرعه آخرت بودن دنیا)؛
- اصل کرامت انسانی (دوری از ظلم و اجحاف، حقه و کلک و کلاه‌برداری)؛
- وجود ارزش‌های اخلاقی نظیر صداقت، احسان، وفای به عهد، امانتداری، دوری از فساد و فریب؛
- ممنوعیت اکل مال به باطل؛
- ممنوعیت ربا؛
- عدالت و انصاف؛
- پرهیز از تبانی و تشکیل ائتلاف برای افزایش قیمت؛

با توجه مطالعات گسترده در حوزه مالی رفتاری که بر اهمیت رفتارهای فردی در بازار سرمایه تأکید کرده‌اند، تدوین دستورالعمل‌های اخلاقی و فرهنگ‌سازی برای حاکمیت ارزش‌های اخلاقی و دینی تا حد زیادی در کاهش حيله و فریب و افزایش صداقت و اعتماد و ایجاد شفافیت مؤثر است و نیاز به نظارت و هزینه برای اجرایی کردن قوانین را کم می‌کند. تدوین قوانین و منشورهای اخلاقی براساس آموزه‌های اخلاقی اسلام که با فرهنگ ملی نیز

تناسب دارند، می‌تواند هزینه نظارت را کاهش دهد و اجرای قوانین را نیز تضمین کند. این امور سبب ایجاد اعتماد و راستی در بازار و افزایش شفافیت بازار سرمایه می‌شود.

## منابع

- [۱]. ابراهیمی سالاری، تقی؛ صالح نیا، نفیسه، سروش، مصطفی؛ و لطیفی، محمدرضا (۱۳۹۳). «آموزه‌های اخلاقی اسلام و شفافیت بازار سرمایه در ایران»، اولین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری و علوم اجتماعی، رشت.
- [۲]. امینی، ام‌اله؛ امامی، مصطفی؛ و امامی، علیرضا (۱۳۹۱). *تأثیر شفافیت بر کارایی بازار سرمایه با تأکید بر حاکمیت شرکتی، حسابرسی*.
- [۳]. اونی، بروس (۱۳۸۱). *نظریه اخلاقی کانت*، ترجمه علیرضا آل بویه، قم: بوستان کتاب قم.
- [۴]. ایروانی، جواد (۱۳۸۴). *اخلاق اقتصادی از دیدگاه قرآن و حدیث*، مشهد: دانشگاه علوم اسلامی رضوی.
- [۵]. تجویدی، الناز (۱۳۸۹). «شفافیت و کارایی بازار سرمایه»، *حسابدار*، ش ۱ (پیاپی ۱۹۶)، ص ۴۳-۳۴.
- [۶]. جعفری نیک‌سرشت، داوود؛ فرهانیان سید محمدجواد؛ و طاهری، محمدحسین (۱۳۹۴). *اخلاق حرفه‌ای در بازار سرمایه*، انتشارات بورس.
- [۷]. حیدری، احمد (۱۳۸۳). *حکمرانی خوب، بنیان توسعه*، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر بررسی‌های اقتصادی.
- [۸]. سلیمی‌فر، مصطفی؛ و شیروروز، زهرا (۱۳۸۹). «بررسی کارایی اطلاعاتی بازار بورس به روش آزمون نسبت واریانس»، *مجله دانش و توسعه*، سال هجدهم، ش ۳۱، ص ۵۹-۲۹.
- [۹]. صالح‌آبادی، علی (۱۳۹۰). *نقش بازار سرمایه در تحول روش‌های تأمین مالی در کشور*، سازمان بورس و اوراق بهادار.
- [۱۰]. عباسی، عباس (۱۳۸۴). «تحلیل سیستمی راهکارها و موانع افزایش شفافیت در بازار سرمایه ایران»، <http://www.conference.ac>.
- [۱۱]. مصباح، محمدتقی، (۱۳۸۴). *نقد و بررسی مکاتب اخلاقی*، قم: مؤسسه آموزشی و پژوهشی امام خمینی (ره).
- [۱۲]. معصومی‌نیا، غلام‌علی (۱۳۸۶). «اخلاق اقتصادی، مبانی بینشی، آموزه‌ها و آثار»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۶.

- [۱۳]. نجفی، مهدی (۱۳۸۴). «اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام»، فصلنامه اقتصاد/اسلامی، ش ۱۸، ص ۱۵۵-۱۳۷.
- [14]. Bajari, P., H. Hong, & Khwaja, A. (2006). *Moral hazard, adverse selection and health expenditures: A semiparametric analysis*. NBER Working paper.
- [15]. Bas Jacobs and Sweder J.G. van Wijnberg (2006). "Capital-Market Failure, Adverse Selection, and Equity Financing of Higher Education".
- [16]. Brealey, R. & Myers, S. (1990). *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- [17]. Brown, S. & Hillegeist, S.A. (2007). "How disclosure quality effects the level of information asymmetry". *Springer Science + Business Media*, Vo.12, pp. 443-477.
- [18]. Cardon, James H. & Igal Hendel (2001). "Asymmetric Information in Health Insurance: Evidence from the National Medical Expenditure Survey". *RAND Journal of Economics*. 2001; 32(3):408-27.
- [19]. Edward S. Prescott-A (1999). "primer on moral-hazard models", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Volume 85/1, Winter.
- [20]. Ergincan, Yakup. (2008), "Renegotiating moral hazard contracts under limited liability and monotonicity," *Journal of Economics and Social Research*, 97, pp. 1-29.
- [21]. Gensler, H. J, (2004), "Moral Philosophy", In H. J. Gensler, E. W. Spurgin & J. C. Swindal (Eds.), *Ethics; Contemporary Reading*, New York, Routledge, pp. 1-24.
- [22]. Hausman, D, 2007, "The Philosophical Foundations of Mainstream Normative Economics", in D. Hausman, *The Philosophy of Economics*, 3th ed, USA, Cambridge University Press
- [23]. Wonderling, D, R Gruen, and N Black, *Introduction to Health Economics*. 2005