



تأثیر اخلاق اسلامی بر بازده بازارهای سرمایه در ایران غلامرضا زمردیان^۱

چکیده

در این پژوهش ما به بررسی اثر اخلاق اسلامی بر بازدهی سهام بازار سرمایه ایران پرداختیم، ابتدا پس از مطالعه متون اسلامی متغیرهای اثر گذار همانند صداقت، شفافیت اطلاعاتی، عدالت و امانتداری بر روی بازدهی مورد بررسی و سپس از طریق ایجاد یک میانجی که همان اعتماد سرمایه گذاران فعال در بازار سرمایه می باشد، نیز این اثر مورد بررسی قرار گرفت. جامعه آماری این تحقیق کلیه فعالان بازار سرمایه شامل، مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس، اساتید حوزه مالی اسلامی و تحلیل گران بازار می باشند. بدلیل گستردگی جامعه آماری از روش نمونه گیری تصادفی و برای تعیین حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده گردید. در بخش تحقیق میدانی از پرسش نامه محقق ساخته در طیف پنج درجه ای لیکرت پس از انجام آزمون های مورد نیاز استفاده شد. از طریق مدل معادلات ساختاری با رویکرد تحلیل مسیر برای پاسخ گویی به فرضیات استفاده گردید. جهت اطمینان از داده ها و کیفیت پرسش نامه شاخص های مدل مورد برازش قرار گرفت که همگی مورد تأیید واقع شد. پس از آزمون فرضیات و تحلیل میزان اثر گذاری متغیرهای همانند صداقت، شفافیت اطلاعاتی، عدالت اقتصادی و امانتداری مدیران بر بازدهی بازار سرمایه یکبار بصورت مستقیم و بار دیگر بصورت غیر مستقیم و از طریق متغیر میانجی به این نتیجه رسیدیم که متغیرهای فوق بر بازدهی بازار سرمایه نقش اساسی دارند، بویژه زمانی که از طریق ایجاد اعتماد بر بازار سرمایه اثر می گذارند.

واژگان کلیدی:

صداقت، شفافیت اطلاعاتی، عدالت اقتصادی، امانتداری مدیران، بازدهی بازار سرمایه، پیشرفت اسلامی



مقدمه و بیان مسئله

بازار سرمایه بعنوان یکی از اصلی ترین و مهمترین اجزای نظام مالی هر کشور نقش اساسی در تجهیز منابع مالی جهت تقویت رشد اقتصادی بر عهده دارد. بنابراین اگر این نقش را بازار سرمایه بدرستی بر عهده بگیرد، موجب می شود تا سرمایه گذاری افزایش یابد و باعث ایجاد بهره وری و اشتغال گردد، در نتیجه این موضوع باعث افزایش سطح رفاه اجتماعی می گردد. در اقتصادهای با کارکرد بالا یکی از شاخص های اصلی و مهم توسعه اقتصادی کارآیی بازار می باشد و برای رسیدن به این امر اساسی سیاست گذاران اقتصادی کشور سعی دارند، تا با ایجاد زیر ساخت های قانونی و نهادی زمینه رسیدن به آن را فراهم نمایند.

هر چند در سال های گذشته در حوزه بازارهای مالی پیشرفت های مهم و اساسی ایجاد شده، ولی با توجه به بحران های مالی بوجود آمده در اقتصاد جهانی، می توان ملاحظه نمود که با همه ابزارهای اقتصادی نوین ایجاد شده ثبات و سلامت بازارهای مالی حفظ نشده است. اگر به منشاء ایجاد این بحران ها توجه کنیم، خواهیم دید که منشا حجم زیادی از این بحران ها را می توان در ضعف در اصول اخلاقی، عدم شفافیت در حوزه اطلاعات، سو استفاده از اطلاعات محرمانه، رفتارهای فرصت طلبانه و ضعف دستگاه های نظارتی پیدا نمود. بنابراین شاید پارادایم گم شده برای بهینه سازی عملکرد بازارهای مالی را باید در ارزش های اخلاقی نادیده گرفته شده در این بازارها جستجو نمود، چرا که ارزش های اخلاقی در همه جوامع با اندک اختلاف تقریباً یکسان است.

در نظام های اقتصادی مذهب محور و بویژه دین اسلام، اخلاق از جایگاه رفیع و ویژه ای برخوردار است. از این دیدگاه همه فعالیت های اقتصادی باید از جایگاه مکتب اقتصادی و عبارت دیگر در چارچوب ارزش های اخلاقی و احکام شرعی مورد توجه قرار بگیرند. از اصول اساسی مکتب اقتصاد اسلامی، تحقق عدالت اقتصادی، اجتماعی، افزایش کارآیی و مسئولیت پذیری در همه زمینه ها و بویژه حوزه اخلاق است. مهمترین ویژگی های اخلاق اسلامی را می توان در رعایت اصولی همانند صداقت، امانتداری، عدالت، شفافیت و رعایت حقوق دیگران جستجو نمود. اگر در بازارهای مالی جهان و بویژه کشور ایران این اصول اساسی تامین و رعایت گردد، عدم تقارن اطلاعاتی در بازار کاهش و اعتماد سرمایه گذاران افزایش می یابد، که در نتیجه باعث می شود بازارها در همه امور خود بهبود نسبی پیدا کنند و عدم کارآیی اطلاعاتی بازار از بین برود. در همه کشورها و بویژه کشورهای اسلامی به نقش اخلاق در توسعه بازارها و ابزارهای مالی توجه خاص دارند و در این ارتباط سعی می کنند، با استقرار نظام های مالی مبتنی بر اخلاق شریعت اسلامی زمینه های رشد و توسعه اقتصادی در همه حوزه ها و بویژه مالی را ایجاد نمایند. از آنجائیکه بازار سرمایه یکی از رکن های اساسی اقتصاد کشور است و وظیفه انتقال وجوه در اختیار افراد را به بخش های مولد اقتصاد بعهد دارد، عملکرد مطلوب این بازار می تواند کارآیی سایر بخش های اقتصاد را نیز فراهم نموده و موجب افزایش سطح رفاه و ایجاد اشتغال در سطحی تقریباً برابر با اشتغال کامل گردد. عملکرد بهینه این بازار مستلزم وجود شفافیت اطلاعاتی، اعتماد سرمایه گذاران، حاکمیت شرکتی مناسب



و رعایت اصول اخلاقی است (Fama, 1970). وجود نابسامانی در این متغیرها باعث می شود، تا کارایی بازار سرمایه کاهش یابد، هزینه های معاملاتی افزایش یابد و در نتیجه موجب کاهش انگیزه سرمایه گذاری گردد (Malkiel, 2003). با بررسی بحران های مالی در سنوات گذشته و بویژه بروز بحران های مالی سالهای اخیر بیان کننده ضعف در ارزش های اخلاقی است. رفتارهای غیرمسئولانه مدیران، انتشار اطلاعات نادرست، معاملات مبتنی بر اطلاعات پنهانی و عدم شفافیت مالی از جمله عواملی هستند که می توانند اعتماد عمومی را کاهش داده و عملکرد بازارهای مالی را مختل و بی ثبات نمایند (Jensen, 1978؛ Thaler, 1993). اصول اساسی اخلاقی همانند صداقت، عدالت، امانتداری، شفافیت، مسئولیت پذیری و پرهیز از معاملات ربوی و غرری مبانی اصلی هستند که اقتصاد اسلامی برای پیش گیری از بروز مشکلات در اقتصاد اسلامی نهادینه کرده است (Beekun, 1997؛ Chapra, 2000). بنابراین رعایت این اصول موجب بهینه شدن عملکرد بازار سرمایه و افزایش بازدهی آن خواهد شد (Wilson, 2006). در بازار سرمایه ایران نیز رفتارهای گله ای بدلیل وجود بحران های اقتصادی همچون نوسانات شدید متغیرهای کلان اقتصادی و سیاسی، رفتارهای هیجانی و عدم اعتماد به بازار را دلیل عدم تقارن اطلاعاتی می دانند. بنابراین بررسی نقش اخلاق اسلامی در افزایش کارایی و بازدهی بازار سرمایه ایران می تواند از اهمیت نظری و عملی بالایی برخوردار باشد. بنابراین مسئله اصلی و مهم در پژوهش حاضر آن است که بررسی گردد، آیا رعایت اخلاق و بویژه اخلاق اسلامی قادر خواهد بود، تا کارایی بازار سرمایه را افزایش دهد، که این موضوع خود باعث افزایش بازدهی پایدار بازار سرمایه ایران گردد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

منشاء رفتارها و اعمال انسان از خلیقات او نشات می گیرد. اخلاق جمع خلق و به یکسری از ویژگی ها و صفاتی و رفتارهای اطلاق می گردد که پایدار بوده و دائماً در حال تغییر نیست. اخلاق در جهان تقسیم بندی های گوناگونی دارد. نظریه های اخلاقی کلاسیک که در سه بعد اخلاق را مورد واکاوی قرار می دهند می توان به اخلاق فضیلت گرا، اخلاق وظیفه گرا و اخلاق غایت گرا اشاره نمود.

در اخلاق فضیلت گرا (Virtue ethics): تمرکز بر منش و شخصیت فرد است و اگر فرد دارای یک شخصیت بافضیلت گردد، همیشه کارهای مطلوب انجام می دهد. ارسطو معتقد بود که فرد با فضیلت همیشه بین دو صفت افراطی و تفریطی عمل خواهد نمود (David Ross, 2009). بنابراین از دیدگاه ارسطو هدف نوع بشر از اخلاقی زیستن، رسیدن به شکوفایی، سعادت و رضایت از عمق زندگی است.

در اخلاق وظیفه گرا (Deontological Theory): تمرکز بر خود عمل است و به نتیجه بوجود آمده از آن عمل کاری ندارد. بعبارت دیگر از دیدگاه این مکتب ما موظف به انجام کارهای اخلاقی می باشیم و به نتیجه کار حتی به ضرر خودمان هم باشد، نباید توجه کنیم. یکی از فیلسوفان بزرگ همانند ایمانوئل کانت معتقد بود اخلاق بر پایه عقل بنا می گردد و برای سنجش اخلاقی بودن یک عمل دو فرمول را بیان می کند. یکی جهان شمولی و دیگری انسان به مثابه غایت. در فرمول



اول بیان می کند طوری عمل کن که بتوانی عمل خود را به یک قاعده جهانی تبدیل نمایی و در فرمول دوم هرگز با انسان ها بعنوان یک ابزار برای رسیدن به اهداف استفاده نکن (Kant, I) (Translated by Mary Gregor, 1998). اخلاق از دیدگاه غایت گرا یا پیامد گرا: بر نتیجه و پیامد عمل تمرکز دارد. بر خلاف کانت پیامد گرایان اعتقاد دارند که این نتیجه عمل است که مهم می باشد و بیان کننده آن است که آیا کار اخلاقی بوده یا خیر و خود عمل و نیت عمل مهم نیست. فرمول ساده این دیدگاه آن است که: «هدف، وسیله را توجیه می کند». دیدگاه جرمی بنتهام و جان استورات میل که از نظر این گروه دفاع می کنند، اعتقاد دارند که اقدامی اخلاقی است که «بیشترین میزان خوشحالی / لذت را برای بیشترین تعداد از افراد» ایجاد کند و از درد و رنج جامعه بکاهد (نظریه فایده گرایی (Utilitarianism) (Bentham J). (Mill, J. S & (1789), (1861).

در نظریه های اخلاقی مدرن و پسا مدرن، فلاسفه نظریات اخلاقی فیلسوفان کلاسیک را زیر سوال می برند، یکی از این نظریات، دیدگاه فردریش نیچه است که اعتقاد به ابر انسان دارد و «اخلاق سروران را در برابر اخلاق بردگان» مطرح می نماید. از دیدگاه وی اخلاق سنتی و مسیحی همان خلاق بردگان است و صفاتی مثل تواضع، همدردی و ضعف را ستایش می کند، تا جلوی انسان های قوی را بگیرد. وی در عوض اعتقاد به اخلاق سروران داشت، و از انسانهای که مظهر قدرت، آفرینندگی، اراده معطوف به قدرت بودند دفاع می نمود (F, 1887, Nietzsche, 1998).

جان رالز در نظریه «عدالت به مثابه انصاف» و «حجاب جهل» (Veil of Ignorance) اخلاق را به حوزه سیاست و جامعه وارد و بیان نمود، طراحان اخلاق برای جامعه باید طوری آنرا طراحی نمایند که اگر در هر یک از بدترین طبقات جامعه خودشان قرار بگیرند، احساس امنیت نموده و آسیب نبینند، (Rawls, J, 1971).

در بازارهای مالی جهانی نیز بحث اخلاق مالی (Ethics in Finance) دارای جایگاه ویژه ای بوده و اساس پایداری سیستم های اقتصادی است. بر خلاف نظریات سنتی که هدف بازارهای مالی را حداکثر نمودن ثروت سهامداران می دانند، نظریات متعدد امروزی در حوزه اخلاق، چارچوب های رفتاری این بازار را تبیین می نماید. پژوهشگران حوزه مالی، رفتار نهادها و معامله گران را از سه دیدگاه فلسفی مورد بررسی قرار می دهند.

بر اساس نظریه وظیفه گرایی رفتار فعالان بازارهای مالی فارغ از میزان سود و زیانی که در این بازارها بدست می آورند، باید بر اساس رعایت مطلق قوانین، تعهدات و وظایف باشد. بنابراین بر اساس این دیدگاه امانتداری مدیران و عدم استفاده از اطلاعات پنهانی از واجبات اخلاقی می باشد (Bowie, N. E. 2013). بر اساس این دیدگاه، نقص امانتداری، بی احترامی به قرارداد بوده و باعث از بین بردن وظیفه اخلاقی می گردد (Boatright, J. R. 2010). بر اساس این دیدگاه مبنای اخلاقی بودن یک اقدام مالی آن است که سود و منفعت را برای بیشترین افراد جامعه ایجاد نماید (Boatright, J. R. 2014). بنابراین بحران مالی ۲۰۰۸ را فقط چند نهاد مالی جهت کسب منافع بیشتر ایجاد نمودند که از دیدگاه این نظریه غیر اخلاقی بود. بر اساس نظریه فضیلت گرایی که بر اساس نظریه ارسطو بنا نهاده شده است، تاکید بر این موضوع دارد



که به جای تمرکز بر قوانین یا نتایج، بر منش و ویژگی‌های اخلاقی فرد کارگزار (صداقت، عدالت، شجاعت و اعتدال) تمرکز کنیم. بر اساس همین نظریه است که در بازارهای جهانی برای نهادینه نمودن فضیلت اخلاقی کدهای رفتاری برای تحلیل گران مالی توسعه یافته است (Dobson, J. (1997)). رابرت سولومون اولین فلیسوفی بود که فضیلت گرایی ارسطویی را وارد دنیای کسب و کار نمود. وی شرح می‌دهد که چطور فضایل اخلاقی فردی کارگزاران، فرهنگ بازارهای مالی را شکل می‌دهد (Solomon, R. C. 1992). به غیر از نظریات فوق در دهه های اخیر، نظریات جدیدی در بازارهای مالی در حوزه اخلاق ایجاد شده است، همانند سرمایه‌گذاری مسئولانه اجتماعی (SRI) و معیارهای ESG، این پارادایم، قدرتمندترین جریان اخلاقی در بازارهای مالی کنونی جهان است. بر اساس این نظریه، بازدهی مالی دیگر نباید جدا از تأثیرات بیرونی آن سنجیده شود ((Sood, K., Sharma, V., & de Bem Machado, A. (Eds.). (2026)). بر اساس این نظریه است که سرمایه‌گذاران جهانی پرتفوی خود را بر اساس سه معیار مهم، محیط زیست (Environmental)، مسائل اجتماعی (Social)، حاکمیت شرکتی (Governance) تنظیم می‌نمایند.

بنابراین در بازارهای مالی مدرن امروزه سرمایه‌گذاری مسئولانه اجتماعی (SRI) و معیارهای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) قدرتمندترین جریان اخلاقی و پارادایم حاکم می‌باشد (Sood et al, 2026) بر مبنای این رویکرد، بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها دیگر نمی‌تواند، مجزا از پیامدهای بیرونی (Externalities) منفی یا مثبت آن بر جامعه و محیط‌زیست ارزیابی شود (Schoenmaker & Schramade, 2019) بلکه پایداری بلندمدت نظام بازار سرمایه و اعتماد سرمایه‌گذاران منوط به یکپارچه سازی این معیارهای غیر مالی در فرآیندهای سنتی ارزش‌گذاری و مدیریت پورتفولیو است (Hebb et al, 2015).

از نظر علما و فلاسفه اسلامی، اخلاق عبارت است از «ملکه‌ای نفسانی که انسان را بدون نیاز به تفکر و تأمل به انجام رفتارهای نیکو یا بد سوق می‌دهد» (مصباح یزدی، ۱۳۸۷). اخلاق در کلیه شئون زندگی انسان از جمله فعالیت‌های اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی نقش مهم و تعیین‌کننده دارد (مطهری، ۱۳۸۹).

اخلاق اسلامی به کلیه ارزش‌ها، هنجارها و اصول رفتاری اطلاق می‌گردد که مبتنی بر قرآن کریم، سنت پیامبر اکرم (ص) احادیث ائمه اطهار (ع) و تعالیم اسلامی باشد (نراقی، ۱۳۸۸). در سایر نظام‌های اقتصادی، اخلاق دارای جایگاه مطلوبی نیست، ولی در مکتب و نظام اقتصادی اسلام، اخلاق جایگاه ویژه‌ای دارد و فعالیت‌های اقتصادی صرفاً بر اساس سودآوری ارزیابی نمی‌شوند، بلکه رعایت ارزش‌های اخلاقی نیز ضروری است (Chapra, 2000). مهم‌ترین اصول اخلاق اسلامی شامل صداقت، عدالت، امانتداری، مسئولیت‌پذیری، وفای به عهد، رعایت حقوق دیگران، شفافیت، انصاف و تعاون است (Beekun, 1997). قرآن کریم به عنوان مهم‌ترین منبع شریعت اسلامی، توجه ویژه‌ای به اخلاق اقتصادی دارد (قرشی، ۱۳۸۵). در دین مبین اسلام عدالت اقتصادی دارای جایگاه ویژه‌ای است و خداوند در سوره نحل آیه ۹۰ می‌فرماید: «إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ» عدالت یکی از مهم‌ترین اصول حاکم بر فعالیت‌های اقتصادی در اسلام است و زیر بنای روابط



اقتصادی سالم محسوب می‌شود (Chapra, 2000). در باره اصل صداقت نیز خداوند در سوره توبه آیه ۱۱۹ می‌فرماید: «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ». صداقت از ارکان اصلی اعتماد در بازارهای مالی است و نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی

ایفا می‌کند (Wilson, 2006). در ارتباط با اصل امانتداری خداوند در سوره نساء آیه ۵۸ می‌فرماید: «إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا» بنابراین امانتداری یکی از اصول بنیادین نظام اقتصادی اسلام است که موجب افزایش اعتماد عمومی و بهبود عملکرد اقتصادی می‌شود (Beekun, 1997).

در ارتباط با اصل اخلاق اسلامی و بویژه اخلاق اقتصادی در روایات اسلامی پیامبر اکرم (ص) می‌فرمایند: «التاجر الصدوق الأمين مع البسین والصدیقین والشهداء» این حدیث جایگاه والای صداقت و امانتداری در فعالیت‌های اقتصادی را نشان می‌دهد (حر عاملی، ۱۴۰۹ق). امام علی (ع) نیز در نهج‌البلاغه بر رعایت عدالت، انصاف و پرهیز از ظلم در معاملات اقتصادی تأکید کرده‌اند (نهج‌البلاغه، نامه ۵۳).

بنابراین با توجه به مطالب فوق می‌توان بیان نمود که اخلاق در حوزه اقتصاد اسلامی تنها یک پوسته ظاهری نیست، بلکه شالوده و روح حاکم بر تمامی قواعد فقهی و معاملاتی می‌باشد. بنابراین اقتصاد و مالی در داخل ارزش‌های اخلاقی که مبتنی بر وحی، عقل و سنت است تعریف می‌گردند.

اصول اخلاقی اسلام را می‌توان در پنج نظریه بیان نمود که عبارتند از:

الف) نظریه عدالت و نفی ظلم: این نظریه بیان می‌کند که هدف اصلی همه پیامبران عدالت می‌باشد. بنابراین اگر معامله ای فاقد عدالت باشد در نتیجه فاقد مشروعیت است. هر معامله ای که موجب توزیع ناعادلانه ثروت گردد، از نظر دین مبین اسلام دارای مشروعیت اخلاقی نیست که در این حوزه می‌توان به مصداق‌های همانند حرمت شدید ربا به دلیل ایجاد بازده بدون ریسک، و حرمت غرر به معنای عدم قطعیت فاحش و فریب در معامله اشاره نمود (Siddiqi, M, N, ۲۰۰۴). بنابراین بر اساس نظر مهمترین نظریه پردازان در این حوزه همانند محمد عمر چاپرا و نجات‌الله صدیقی حرام بودن ربا برای برقراری عدالت اجتماعی و ثروت اندوزی یک ضرورت است، قبل از آنکه یک حکم فقهی باشد (Chapra, M. U, ۲۰۰۰).

ب) نظریه امانت‌داری و خلافت انسان: در دیدگاه سرمایه داری سنتی انسانها بر ثروت خود مالکیت مطلق دارند، ولی در دیدگاه اسلامی مالک همه چیز خدا است و انسان تنها جانشین و خلیفه او در روی زمین می‌باشد. بر اساس این نظریه همه انسان‌ها و بویژه صاحبان ثروت قادر نیستند وجوه در اختیار خود را در هر راهی هزینه کنند (Naqvi, S. N. ۲۰۰۳). سید نواب حیدر نقوی مفهوم خلافت و امانت داری مالی را بر چهار اصل (توحید، عدل، اختیار و فرض/مسئولیت) بنیان می‌گذارد.



ج) **نظریه تکافل و مسئولیت اجتماعی:** این نظریه ایجاد کننده اصل اخلاقی حمایت متقابل است و بر همبستگی اجتماعی تاکید دارد. بر اساس همین اصل بوده که ابزارهای مالی همانند زکات، خمس، وقف و قرض الحسنه بوجود آمد تا بتوان از این ابزارها در جهت تکاهش فقر از طریق توزیع مجدد ثروت اقدام نمود (Molyneux, P & Iqbal, M, ۲۰۰۵).

د) **نظریه مقاصد الشریه در نظام مالی:** این نظریه که ریشه در فقه امام محمد غزالی دارد، برقرار کننده رابطه بین مقاصد شریعت اسلامی و بازارهای مالی مدرن است و تامین کننده معیارهای اخلاقی در انتقال منابع جامعه اسلامی به بخش های مولد اقتصاد است، (Furqani, H & , Laldin, M. A, 2013).

ی) **نظریه صداقت، شفافیت و منع تدلیس:** این نظریه بیان کننده آن است که یک تاجر باید دارای صداقت باشد. بنابر این بر اساس این نظریه در بازارهای مالی اسلامی، پنهان کردن عیوب دارایی، فریب در قیمت گذاری (تدلیس)، شایعه پراکنی برای نوسان قیمت یا دستکاری بازار ممنوع می باشد (Lewis, K, M, ۲۰۰۱). بر اساس این اصل اخلاقی اسلام، افشای اطلاعات و شفافیت معاملاتی در بازارهای مالی باید بسیار بالا باشد و عدم تقارن اطلاعاتی وجود نداشته باشد. بنابراین رعایت این پارادایم ها باعث می گردد که صداقت در بازارهای مالی حاکم شود، این عمل خود باعث ایجاد یک بستر برای رشد اقتصادی خواهد شد (LEWIS, ۲۰۰۱). موسویان که از نظریه پردازان حوزه مالی اسلامی بود در بیان مبانی اخلاقی و فقهی حذف ربا و غرر را مطرح می کند که چطور عقود اسلامی همانند مضاربه و مشارکت قادرند بر پایه عدالت در توزیع ریسک موثر واقع شوند (موسویان، سید عباس. ۱۳۹۴).

جدول مقایسه تطبیقی اخلاق اسلامی در برابر اخلاق مالی جهانی در زیر ارائه شده است:

جدول معیار مقایسه	اخلاق مالی جهانی	اخلاق مالی اسلامی
منشا ایجاد	قراردادهای اجتماعی، عقل جمعی، نظریات فلسفی و قوانین موضوعه	وحی (قرآن)، سنت پیامبر و ائمه، عقل و استنباط فقهی
مبنای مشروعیت	قانونی بودن فعالیت و ترجیحات بازار	پاک و حلال بودن ماهیت فعالیت اقتصادی
نوع نگرش به ثروت	مالکیت خصوصی، مطلق و مبتنی بر حقوق فردی	مالکیت انسان اعتباری و در قالب امانت و خلافت الهی
فرایند کنترل رفتاری	نظارت بیرونی، قوانین رگولاتوری نظیر SEC و کدهای رفتاری مانند منشور مؤسسه (CFA)	نظارت دوگانه: بیرونی (حاکمیت شرعی و قوانین) و درونی تقوا و پاسخگویی در پیشگاه الهی.
وضعیت ریسک	ریسک پدیده ای است که باید، پذیرش، مدیریت، منتقل یا قیمت گذاری شود	ریسک باید به صورت عادلانه تقسیم شود، انتقال محض ریسک (مثل غرر) ممنوع است.
مسئولیت اجتماعی	به عنوان یک جریان داوطلبانه و خود خواسته	به عنوان یک وظیفه ساختاری و الزامی

منبع: یافته های تحقیق

۱) برای مطالعه بیشتر به منظور درک تمایزهای ساختاری، جدول فوق به مقایسه تطبیقی ابعاد اخلاق مالی اسلامی و جهانی بر اساس آرای اندیشمندانی چون بوترایت (۲۰۱۴)، لوتیس (۲۰۰۱)، بیکون و بدوی (۲۰۰۵) و موسویان و میثمی (۱۳۹۶) مراجعه کنید.



واقعیات بازار سرمایه ایران: در بازار سرمایه ایران ممکن است، ساختار بازار کاملاً اسلامی طراحی شده باشد، اما رفتار فعالان این بازار تحت تأثیر عوامل مختلف مانند رفتار سفته بازانه باشد. وجود و تأثیر انتظارات تورمی توانسته اثرات بیشتری نسبت به رعایت اخلاق اسلامی بر رفتار سرمایه گذاران داشته باشد.

پیشینه پژوهش

پژوهش های داخلی:

در سال های اخیر، پژوهشگران متعددی به بررسی نقش اخلاق، شفافیت و حاکمیت شرکتی در عملکرد بازار سرمایه پرداخته اند. ابراهیمی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «اخلاق در اقتصاد اسلامی و تأثیر آن بر رفتار مالی سرمایه گذاران» به بررسی اثر و نقش ارزش های اخلاقی در تصمیم گیری های مالی پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که رعایت اصول اخلاق اسلامی، به ویژه صداقت و امانتداری، موجب افزایش اعتماد سرمایه گذاران و بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه گذاری می شود. خالقی و حسینی (۱۳۹۸) در مقاله ای با عنوان «بررسی اخلاق حرفه ای در بازار سرمایه ایران» رابطه میان اخلاق حرفه ای و شفافیت اطلاعاتی را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که شرکت هایی که استانداردهای اخلاقی بالاتری را رعایت می کنند، از سطح شفافیت بیشتری برخوردار بوده و اعتماد بیشتری را در میان سرمایه گذاران ایجاد می کنند. حسینی و رضایی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «نقش حاکمیت شرکتی در افزایش اعتماد سرمایه گذاران» به بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد بازار سرمایه پرداختند. نتایج نشان داد که تقویت نظام حاکمیت شرکتی موجب افزایش شفافیت، کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران و در نهایت افزایش کارایی بازار سرمایه خواهد شد. بنابراین با بررسی پژوهش های داخلی می توان به متغیرهای همانند اخلاق حرفه ای، شفافیت اطلاعاتی، اعتماد سرمایه گذاران و حاکمیت شرکتی دست یافت که نقش مهمی در بهبود عملکرد بازار سرمایه دارند و تحقیقات محدودی هم به بررسی مستقیم تأثیر مؤلفه های اخلاق اسلامی بر کارایی و بازدهی بازار سرمایه پرداخته اند.

پژوهش های خارجی:

در حوزه مطالعات بین المللی نیز پژوهش های متعددی در باره ارتباط اخلاق، شفافیت و عملکرد بازارهای مالی انجام شده است. فاما (۱۹۷۰) در مقاله مشهور خود با عنوان «بازارهای کارآی سرمایه: مروری بر نظریه و شواهد تجربی» نظریه بازار کارآ را مطرح کرد. وی بیان نمود که در بازارهای کارآ، قیمت اوراق بهادار، تمامی اطلاعات موجود را منعکس می کند و شفافیت اطلاعاتی نقش اساسی در بهبود و افزایش کارایی بازار دارد. جنسن (۱۹۷۸) در پژوهش خود در باره کارایی بازارهای مالی نشان داد که دسترسی برابر سرمایه گذاران به اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می تواند موجب بهبود عملکرد بازار و افزایش سطح اعتماد عمومی شود.

کاهنمن و تیورسکی (۱۹۷۹) در پژوهش معروف خود با عنوان «نظریه چشم انداز» نشان دادند که تصمیمات سرمایه گذاران همیشه مبتنی بر عقلانیت کامل نبوده و عوامل رفتاری و روان شناختی نقش مهمی در تصمیم گیری های مالی



ایفا می‌کنند. این نتیجه زمینه ساز، شکل گیری حوزه مالی رفتاری گردید. تالر (۱۹۹۳) در کتاب «پیشرفت‌هایی در مالی رفتاری» تأکید کرد که عوامل اخلاقی و رفتاری می‌توانند بر بازدهی بازارهای مالی تأثیرگذار باشند و نادیده گرفتن این عوامل ممکن است باعث ایجاد بروز ناکارایی در بازارهای مالی گردد. چپرا (۲۰۰۰) در کتاب «آینده علم اقتصاد؛ رویکردی اسلامی» بیان می‌کند که توسعه اقتصادی پایدار بدون توجه به ارزش‌های اخلاقی امکان‌پذیر نیست. وی معتقد است که عدالت، صداقت، امانداری و مسئولیت‌پذیری از مهم‌ترین عوامل موفقیت نظام های اقتصادی اسلام می باشند. ویلسون (۲۰۰۶) در مقاله «اسلام و اخلاق کسب و کار» به بررسی نقش اخلاق اسلامی در فعالیت‌های اقتصادی پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان داد که رعایت اصول اخلاق اسلامی موجب افزایش اعتماد، کاهش فساد اقتصادی و بهبود عملکرد نهادهای مالی می شود. دوسوکی (۲۰۰۸) در پژوهشی در باره اهداف بانکداری اسلامی نشان داد که موفقیت نهادهای مالی اسلامی تنها در گرو رعایت مقررات شرعی نیست، بلکه پابندی به اصول اخلاقی نیز نقش تعیین کننده ای در موفقیت آنها دارد. اقبال و میرآخور (۲۰۱۱) در کتاب «مقدمه‌ای بر مالی اسلامی» بیان می‌کنند که توسعه بازارهای مالی اسلامی نیازمند ترکیب کارایی اقتصادی با ارزش‌های اخلاقی و اصول شریعت است. به اعتقاد آنان، رعایت اصول اخلاقی می‌تواند موجب افزایش اعتماد سرمایه گذاران و بهبود عملکرد بازارهای مالی اسلامی شود. همچنین سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD، ۲۰۱۵) در گزارش اصول حاکمیت شرکتی تأکید می‌کند که شفافیت، پاسخگویی و رعایت حقوق ذی‌نفعان از مهم‌ترین عوامل افزایش کارایی و سلامت بازارهای مالی محسوب می شوند. بررسی تحقیقات انجام شده بیان کننده این موضوع است که اخلاق، شفافیت اطلاعاتی، اعتماد سرمایه‌گذاران و حاکمیت شرکتی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر عملکرد بازار سرمایه هستند. با وجود این، بیشتر مطالعات انجام شده هر یک به بررسی بخشی از این متغیرها پرداخته‌اند و پژوهش‌های اندکی تأثیر هم‌زمان مؤلفه‌های اخلاق اسلامی شامل صداقت، عدالت، شفافیت و امانداری را بر کارایی و بازدهی بازار سرمایه بررسی کرده‌اند. همچنین مطالعات مقایسه‌ای میان ایران و سایر کشورهای اسلامی در این زمینه محدود است. از این رو، پژوهش حاضر تلاش می‌کند با بررسی نقش اخلاق اسلامی در کارایی و افزایش بازدهی بازار سرمایه ایران بخشی از این خلأ پژوهشی را پوشش دهد.

با بررسی تجربه کشورهای اسلامی می توان به کشور عربستان سعودی اشاره نمود که یکی از موفق‌ترین کشورها در توسعه بازار سرمایه اسلامی محسوب می‌شود. وجود قوانین شفاف، نظارت شرعی مؤثر و تنوع ابزارهای مالی اسلامی از عوامل موفقیت این کشور است (Dusuki, 2008). عربستان سعودی طی سال‌های اخیر توسعه قابل توجهی در بازار سرمایه اسلامی داشته و اصلاحات مالی گسترده‌ای را اجرا کرده است (Alam et al., 2017). امارات متحده عربی یکی از مهم‌ترین مراکز مالی اسلامی در جهان محسوب می‌شود و نقش مهمی در توسعه ابزارهای مالی اسلامی ایفا می‌کند (Mirakhor, 2011 & Iqbal).



اهداف و فرضیه های تحقیق:

هدف اصلی پژوهش عبارت است از بررسی نقش اخلاق اسلامی در کارایی و افزایش بازدهی بازار سرمایه ایران

اهداف فرعی شامل

۱. بررسی تأثیر صداقت بر کارایی بازار سرمایه.
۲. بررسی تأثیر شفاف اطلاعاتی بر اعتماد سرمایه گذاران.
۳. بررسی تأثیر عدالت اقتصادی بر بازدهی بازار سرمایه.
۴. بررسی تأثیر امانتداری مدیران بر عملکرد شرکت های بورسی.
۵. بررسی نقش اعتماد سرمایه گذاران به عنوان متغیر میانجی.

فرضیات تحقیق:

فرضیه اصلی:

اخلاق اسلامی تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی و افزایش بازدهی بازار سرمایه ایران دارد

فرضیات فرعی:

۱. صداقت تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی بازار سرمایه دارد.
۲. شفافیت اطلاعاتی تأثیر مثبت و معناداری بر اعتماد سرمایه گذاران دارد.
۳. عدالت اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری بر بازدهی بازار سرمایه دارد.
۴. امانتداری مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت های بورسی دارد.

روش تحقیق:

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش، توصیفی - همبستگی می باشد. این تحقیق به دنبال بررسی تاثیر اخلاق اسلامی بر کارایی و بازدهی بازار سرمایه است و تلاش می کند روابط میان متغیرهای پژوهش را شناسایی و تحلیل نماید. جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه فعالان بازار سرمایه، مدیران شرکت های پذیرفته شده در Tehran Stock Exchange، کارشناسان مالی، تحلیل گران بازار سرمایه و سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی و اساتید حوزه مالی اسلامی می باشد. به دلیل گستردگی جامعه آماری، از روش نمونه گیری تصادفی و برای تعیین حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده می شود.

اعتماد سرمایه گذاران نقش میانجی در رابطه میان اخلاق اسلامی و بازدهی بازار سرمایه دارد.

$$n = \frac{Nz^2pq}{Nd^2 + z^2pq}$$

با توجه به مطالعات انجام شده تعداد پاسخ دهندگان در مجموع ۳۰۰ نفر تعیین گردید.



برای تدوین مبانی نظری از کتاب ها، مقالات علمی پایان نامه ها، گزارش های سازمان بورس و اسناد مالی اسلامی استفاده شد. در بخش مطالعات میدانی از پرسش نامه محقق ساخته مبتنی بر ادبیات پژوهش های مالی اسلامی و در طیف پنج درجه ای لیکرت طراحی گردید. برای بررسی محتوایی پرسش نامه از اساتید مدیریت مالی، اساتید اقتصاد اسلامی و خبرگان بازار و برای روایی سازه از طریق تحلیل عاملی تأییدی و برای سنجش پایایی از ضریب آلفای کرونباخ استفاده گردید. یکی از چالش های اساسی در پژوهش های اقتصاد اسلامی و بویژه مالی اسلامی کمی نمودن متغیرهای کیفی است. بنابراین در این قسمت، ریشه اصلی چهار متغیر تبیین کننده حاکم بر اخلاق اسلامی که از آیات و روایات حاکم بر معاملات اسلامی نشأت گرفته می پردازیم.

اصل صداقت: این اصل بیان کننده آن است که فروشند باید اطلاع دقیقی از بهای تمام شده کالای خود داشته باشد و سود خود را از انجام هر معامله صادقانه بیان کند. صادق بودن در معامله از اصل "حرمت کذب" گرفته شده و یک اصطلاح فقهی در حوزه "بیع مرابحه" می باشد.

شفافیت: این اصل برگرفته از قاعده "نهی از بیع غرر" که همان ممنوعیت معاملات مجهول و مبهم می باشد و عبارت دیگر به معنای این است که اطلاعات باید خیلی سریع در بازار جریان یابد و افراد اطلاعات نهانی نداشته باشند.

اصل عدالت اقتصادی: این اصل که برگرفته از آیه شریفه «وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ» به معنی نهی از اکل مال به باطل می باشد و تقریباً با شفافیت یکبار معنایی دارد و آن این است که معاملات نباید بر اساس اطلاعات پنهانی صورت بگیرد.

اصل امانت دارایی: این اصل در حقیقت بیان کننده تئوری نمایندگی و یکی از اصول حاکمیت شرکتی می باشد و از اصل «أَدُوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا» نشأت می گیرد و بیان می کند که مدیران باید در رفتار و گفتار صادق باشند و از قدرت خود سوء استفاده ننمایند. عبارت دیگر از اموال در اختیار که مربوط به دیگران است بنفع شخصی بهره برداری نکنند.

برای طراحی مدل معادلات ساختاری (SEM) برای پاسخ گویی به فرضیات فوق با رویکرد تحلیل مسیر، می بایست یک سیستم معادلات همزمان ایجاد کنیم که متغیر میانجی (اعتماد سرمایه گذاران) را یکبار به عنوان متغیر وابسته (درونزا) و بار دیگر به عنوان متغیر مستقل (پیش بین) در نظر بگیرد.

در معادله اول ما به بررسی تاثیر چهار بعد اخلاق اسلام بر روی متغیر میانجی (یعنی مدل ساختاری میانجی) یعنی اعتماد فعالان بازار سرمایه را بصورت زیر مورد سنجش قرار می دهیم. مدل آماری مورد استفاد بر اساس متغیرهای مستقل و وابسته بصورت زیر طراحی گردید.

$$\text{Trust} = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + B_5X_5 + \varepsilon$$



که در آن: Trust: اعتماد، B_0 : عرض از مبدا، X_1 : صداقت، X_2 : شفافیت، X_3 : عدالت، X_4 : امانتداری و ε : میزان خطای برآوردی (سهمی از تغییرات اعتماد سرمایه‌گذاران که توسط این چهار متغیر اخلاقی تبیین نمی‌شود) می‌باشد. در معادله دوم ما اثر مستقیم و بلاواسطه اخلاق اسلامی و اثر متغیر میانجی یعنی اعتماد را بر بازدهی بازار مورد بررسی و سنجش قرار می‌دهیم. معادله دوم بصورت زیر است:

$$Return = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + \varepsilon$$

که در مدل فوق B_0 : میزان بازدهی شرکت در حالتی که اثر متغیرهای اخلاق اسلامی و اعتماد برابر با صفر فرض باشد. B_1 : اثر مستقیم اخلاق اسلامی بر بازدهی. B_2 : اثر غیرمستقیم اخلاق اسلامی از طریق اعتماد که خود از ترکیب چهار بعد فرعی (صداقت، شفافیت، عدالت، امانت‌داری). ε : جز خطا یعنی: (سایر عوامل تأثیرگذار بر بازدهی که در مدل دیده نشده است).

برای اینکه بتوانیم متغیرهای فوق را در مدل‌های آماری استفاده نماییم، بصورت زیر عمل نموده ایم: در سطح جهانی از مدل‌های توسعه یافته سنجش اخلاق کسب و کار اسلامی که توسط علی (ALI) و الکاظمی (AL- Kazemi) بترتیب در ۱۹۸۸ و ۲۰۰۷ که به‌گویه‌های قابل سنجش تبدیل شده‌اند، استفاده نموده و برای سنجش اخلاق حرفه‌ای از دستور العمل‌های کمیته حاکمیت شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده کردیم. بنابراین در این مقاله از دو روش ترکیبی شاخص‌های سنجش بشرح زیر ایجاد می‌گردد:

شاخص‌های سنجش

منبع استخراج و شاخص عملیاتی (نحوه تبدیل به عدد)	متغیر مفهومی
پرسش نامه استاندارد اخلاق کسب و کار اسلامی + بررسی شاخص «پایداری و عدم تجدید ارائه صورت‌های مالی» (شرکت‌هایی که سود را صادقانه و بدون دستکاری گزارش می‌کنند).	صداقت (Honesty)
امتیاز کسب شده شرکت در گزارش‌های رتبه‌بندی شفافیت سازمان بورس ایران (سرعت و کیفیت افشای اطلاعات در سامانه کدال).	شفافیت (Transparency)
پرسشنامه سنجش ادراک سهام‌داران خرد از رفتار حقوقی‌ها + شاخص توزیع عادلانه سود بین سهام‌داران عمده و خرد.	عدالت اقتصادی (Justice)



شاخص‌های حاکمیت شرکتی (مانند نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، عدم وجود معاملات با اشخاص وابسته غیراقتصادی و گزارش حسابرس مشروط نشده)	امانت‌داری (Stewardship)
---	-------------------------------------

منبع: علی (ALI) و الکاظمی (AL- Kazemi) بترتیب در ۱۹۸۸ و ۲۰۷۷

پس از استخراج متغیرهای فوق از متون اسلامی و استاندارد سازی و ساختار مند نمودن آنها توسط مطالعات مالی - اخلاقی، بر اساس میزان امتیازات حاکمیت شرکتی بورس ایران از طریق پرسش نامه، طیف پنج گزینه ای لیکرت به داده های قابل سنجش تبدیل گردید که در این صورت می تواند در مدل های ریاضی قابلیت آزمون برای آزمون فرضیات را داشته باشد. قبل از اینکه مقاله به بررسی نتایج پژوهش بپردازد می بایست برای خوانندگان ارجمند این نکته را در ارتباط با معادله دوم روشن کنم و جواب این سوال را بدهم که اگر اخلاق اسلامی خودش سازنده (خلق کننده) اعتماد است، چرا در معادله دوم این دو با هم جمع جبری می گردند و بعبارت دیگر این کار باعث خود همبستگی شدید بین این دو متغیر نمی گردد؟ پاسخ به این سوال را باید در تفاوت علت ساختاری و متغیر میانجی که همان کانال انتقال است جستجو کنیم. از دیدگاه علی و معلولی می توان این دو را از یکدیگر تفکیک نمود. چرا که اخلاق اسلامی و اعتماد یک چیز واحد نیستند، اخلاق اسلامی رفتار و ساختار است و اعتماد یک حالت روانی و ادراک. بعبارت دیگر اعتماد فعالان بازار سرمایه یک دارایی نامشهود و اخلاق اسلامی که یک رفتار است و در نتیجه یک دارایی مشهود. از طرف دیگر ما برای اینکه بتوانیم سهم هر یک از اثرات مستقیم و غیر مستقیم اخلاق اسلامی در افزایش بازدهی بازار را از یک دیگر جدا کنیم، باید معادله دوم را طراحی می نمودیم.

$$\text{Return}_m = B. + B_1 \times \text{اخلاق اسلامی} + B_2 \times \text{اعتماد} + \text{پسماند}$$

بنابراین اگر به تابع رگرسیونی فوق نگاهی بیندازیم، می بینیم که یکبار اثر مستقیم اخلاق بر بازدهی بدون نیاز به اعتماد و بار دیگر اثر غیرمستقیم از کانال اعتماد، اثر روانی و رفتاری خود را بر بازار سرمایه خواهد گذاشت. به معنی دیگر اخلاق اسلامی نمی تواند بطور کامل از طریق اعتماد بر روی بازدهی بازار سرمایه اثر خود را بگذارد، بلکه مقداری از این اثر را از طریق اصلاح رفتارهای مدیران بنگاه های فعال در بازار سرمایه و از طریق مدیریت سود، بحث نمایندگی و چگونگی تهیه صورت های مالی (بصورت مستقیم) و هم از طریق اثر گذاری بر جو روانی بازار می تواند باعث افزایش بازدهی گردد، (اثر غیر مستقیم).

یافته های پژوهش:

در این بخش ما ابتدا " شاخص های برازش مدل اندازه گیری را مورد بررسی قرار می دهیم تا اطمینان حاصل نمائیم که داده ها و پرسش نامه از کیفیت مطلوبی برخوردار است.



جدول برازش مدل

متغیرهای مکنون	آلفای کرونباخ ($\alpha > 0.7$)	پایایی ترکیبی ($CR > 0.7$)	میانگین واریانس ($AVE > 0.5$)	وضعیت برازش
صداقت	۰/۸۷۵	۰/۸۲۵	۰/۶۲۴	تائید
شفافیت اطلاعاتی	۰/۸۷۵	۰/۸۹۵	۰/۶۳۱	تائید
عدالت اقتصادی	۰/۸۲۵	۰/۸۷۵	۰/۵۸۴	تائید
امانت‌داری مدیران	۰/۸۳۵	۰/۸۸۷	۰/۶۲۵	تائید
اعتماد سرمایه‌گذاران	۰/۷۲۵	۰/۸۹۵	۰/۸۸۵	تائید

منبع: یافته های تحقیق

اگر به مقادیر بدست آمده نگاهی بیندازیم خواهیم دید که همه مقادیر بدست آمده از جمله آلفای کرونباخ، برای همه متغیرها از حداقل مقدار تعیین شده که ($\alpha > 0.7$) می باشد، بیشتر است. بنابراین مدل اندازه گیری از پایایی مطلوبی و همچنین میزان روایی همه متغیر از ($CR > 0.7$) بالاتر، در نتیجه همه متغیرها از روایی مطلوبی نیز برخوردار می باشند. یکی از مهم ترین معیارهای آماری در مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) و تحلیل عاملی تأییدی (CFA) که به بررسی روایی همگرا (Convergent Validity) بین متغیرها می پردازد، میانگین واریانس استخراج شده می باشد. اگر به مقادیر بدست آمده در جدول نگاه کنیم می بینیم که میانگین واریانس همه متغیرها از ($AVE > 0.5$) بیشتر و در نتیجه می توان بیان نمود که مدل اندازه گیری از پایایی و روایی همگرا مناسبی برخوردار است. همچنین در برازش مدل باید به ضریب تعیین نیز توجه نمود که این عدد برای متغیر اعتماد ۰/۵۶ می باشد که بیان می کند ۵۶ درصد تغییرات اعتماد در بورس توسط عوامل اخلاقی تبیین می گردد. و ضریب تعیین متغیر بازدهی ۰/۴۳۰ بوده و این عدد بیان کننده آن است که ۴۳۰ درصد تغییرات بازدهی بازار را متغیر اخلاق و متغیر میانجی توانسته اند پیش بینی کنند. ذکر این نکته ضروری است که اعداد محاسبه شده برای متغیرهای کیفی و در علوم انسانی عدد مطلوبی می باشد. از آنجائیکه شاخص نکویی برازش مدل (GOF) برابر ۰/۴۹۵ می باشد و از معیار ۰/۳۶ برازش قوی بر اساس متدولوژی تنهاوس بالاتر است، بنابراین مدل از کل مدل از کیفیت و اعتبار مطلوبی برخوردار می باشد.



پس از بررسی شاخص های برازش مدل و تعیین صحت آنها در این قسمت به آزمون فرضیات می پردازیم:

جدول آزمون فرضیات

فرضیه	مسیرهای ساختاری	ضریب مسیر (β)	آماره تی (T-value)	سطح معنی داری	نتیجه فرضیه
H_1	صداقت/ کارآیی بازار	۰/۳۷۰	۴/۳۰	۰/۰۰۰	تائید
H_2	شفافیت اطلاعاتی/ اعتماد سرمایه گذار	۰/۴۷۰	۶/۲۵	۰/۰۰۰	تائید
H_3	عدالت اقتصادی/ بازدهی بازار	۰/۳۲۰	۳/۶	۰/۰۰۲	تائید
H_4	امانتداری مدیران/ عملکرد شرکتها	۰/۴۱۰	۵/۲۱	۰/۰۰۰	تائید

منبع: نتایج تحقیق

دو شاخص اساسی که برای آزمون فرضیات مورد استفاده قرار می گیرد یکی ضرایب بدست آمده که به آن ضریب مسیر نیز گویند و دیگری آماره تی می باشد که اگر آماره تی بدست آمده در سطح اطمینان ۹۵ درصد از ۱/۹۶ بزرگتر باشد، بیان کننده معنی دار بودن رابطه است.

در فرضیه اول ما به بررسی این موضوع پرداختیم که آیا صداقت تأثیر مثبت و معناداری بر کارآیی بازار سرمایه دارد یا خیر. ضریب مسیر ۰/۳۷۰ بیان می کند که اگر کارگزاران و ناشران صادق باشند، این موضوع قادر است تأثیر مثبت و متوسط رو به بالایی بر کارآیی بازار داشته باشد. همچنین آماره تی با عدد ۴/۳۰ که بزرگتر از ۱/۹۶ است بیان می کند، که اگر رفتارهای صادقانه افزایش و اطلاعات پنهان کاهش یابد، دستکاری سود کاهش پیدا خواهد نمود و در نتیجه بازار به سمت کارآیی اطلاعاتی حرکت می کند.

فرضیه دوم بیان کننده اثر شفافیت اطلاعاتی بر اعتماد سرمایه گذاران است. اگر به ضریب مسیر نگاه کنیم عدد ۰/۴۷۰ و آماره تی برابر ۶/۲۵ را ملاحظه می کنیم که قوی ترین رابطه را نشان می دهد. این عدد قوی بیان می کند، اگر شرکت ها به موقع و درست در سامانه کدال اطلاعات شفاف را منتشر نمایند، این موضوع می تواند باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران و در غیر این صورت باعث کاهش اعتماد فعالان بازار سرمایه گردد.

فرضیه سوم به بررسی میزان تأثیر پذیری بازدهی بازار سرمایه از عدالت اقتصادی است، ضریب مسیر این فرضیه ۰/۳۲۰ می باشد، این آماره بیان کننده آن است که عدالت اقتصادی تأثیر مستقیم و مثبت بر بازدهی بازار دارد و بعبارت دیگر اگر یک واحد در عدالت اقتصادی بهبودی حاصل گردد، این موضوع می تواند باعث افزایش بازدهی بازار گردد، که تأثیری مطلوب می باشد. آماره تی برابر با ۳/۶ رابطه معناداری را بین متغیرها را نشان می دهد.



فرضه چهارم به میزان تأثیر پذیری عملکرد شرکت های بورسی از امانتداری مدیران می پردازد. عدد ضریب مسیر ۰/۴۱۰ عدد مثبت و تقریباً "بزرگی است، بطوری که نرخ بازدهی دارایی های شرکت می تواند بصورت موثری توسط امانتداری مدیران که همان هزینه های نمایندگی است کاهش پیدا کند. از طرف دیگر آماره تی برابر با ۵/۲۱ می باشد که بیان می کند بین امانت داری مدیران و عملکرد مالی رابطه معناداری وجود دارد.

در فرضیه اصلی این مقاله بدنبال بررسی رابطه بین اعتماد سرمایه گذاران بر اخلاق اسلامی و از آن طریق بر بازدهی بازار سرمایه می باشد. برای بررسی این اثر پذیری از آزمون سوبل تست استفاده شده است. سوبل تست یکی از روش های کلاسیک برای تعیین میزان اثر پذیری متغیر وابسته از متغیر مستقل از طریق یک متغیر واسطه می باشد. از آنجایی که تعداد نمونه های ما سیصد می باشد، بنابراین محدودیت این آماره کاهش می یابد و نیازی به استفاده از روش آماری دیگر نیست.

جدول تقسیم بندی اثرات مستقیم، غیر مستقیم و کل

مسیر اثر گذاری	اثر مستقیم	اثر غیر مستقیم از طریق میانجی	اثر کل	آماره سوبل (Z)	نتیجه نقش میانجی
اثر اسلامی/اعتماد/ بازدهی	۰/۲۲۴	۰/۳۹۵	۰/۶۱۲	۴/۹۲۵	تأیید

منبع: یافته های تحقیق

اگر به آماره سوبل بدست آمده نگاه کنید، می بینید که عدد بدست آمده برابر ۴/۹۲۵ می باشد که از ۱/۹۶ بزرگتر است و این بدان معنی است که اعتماد سرمایه گذاران می تواند یک میانجی مطلوب باشد. با بررسی اثرات مستقیم میانجی که برابر ۰/۲۲۴ و اثرات غیر مستقیم ۰/۳۹۵ در سطح اطمینان ۰/۹۵ می توان بیان نمود، میانجی گری از نوع جزیی است. بعبارت دیگر اخلاق اسلامی هم از طریق اعتماد (متغیر واسطه) بر بازار سرمایه اثر می گذارد و هم مستقیماً از طریق خود بر بازدهی بازار تأثیر گذار خواهد بود. بنابر این رعایت اخلاق اسلامی می تواند از دو طریق بر بازدهی بازار سرمایه تأثیر گذار باشد، یکی از طریق مستقیم و ساختاری (۰/۲۲۴) می تواند بر عملکرد شرکت ها تأثیر گذار باشد و دیگری از طریق اعتمادی (۰/۳۹۵) که در بازار با بهبود تصویر ذهنی و تزریق احساس امنیت به فعالان بازار قادر است این کار را انجام دهد. بنابراین اخلاق اسلامی می تواند با اثر کلی برابر با ۰/۶۱۲ بر بازدهی بازار سرمایه تأثیر گذار باشد.

نتیجه گیری؛

این تحقیق به بررسی رعایت اخلاق اسلامی بر روی بازدهی بازار از طریق ایجاد اعتماد می پردازد، برای اینکه به میزان این اثر بخشی پی ببریم یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی در این ارتباط طراحی گردید. یافته های این تحقیق بیان کننده آن بودند که صداقت بر روی کارایی بازار تأثیر مثبت دارد. بنابراین اگر شرکت های فعال در بازار سرمایه صادق



باشند و ریسک اطلاعاتی را برای فعالان بازار کاهش دهند در نتیجه این موضوع می تواند بازدهی بازار را افزایش دهد. در بررسی اثرات شفافیت بر روی اعتماد سرمایه گذاران که دارای قوی ترین ضریب مسیر می باشد، بیان می کند که اگر اطلاعات مهم فقط برای افراد خاصی باشد و سرمایه گذاران کوچک هنگامی به این اطلاعات دسترسی پیدا کنند که بازار اثر این اطلاعات را در قیمت منعکس نموده و ورود به این سهم چیزی جز ضرر برای آنها ندارد اعتماد خود را نسبت به بازار از دست می دهند. بنابراین شفافیت اسلامی یعنی افشای عمومی و همزمان اطلاعات. در فرضیه سوم ما به رابطه بین اثر عدالت اقتصادی و بازدهی بازار پرداختیم و ملاحظه نمودیم که بین این دو رابطه ای مثبت و معنی داری وجود دارد، بنابراین برای ایجاد عدالت در بازار سرمایه باید سازمان بورس اندیشه ای کند تا سهم سازی و حباب سازی در بازار سرمایه از بین برود. اگر اتفاق فوق در بازار بیفتد حجم معاملات از طریق افزایش ماندگار وجوه در بازار بیشتر می گردد و بازار سرمایه می تواند رشد عادی خود را طی کند و از سرباز بازارها جلوگیری نماید. در حوزه اثر گذاری امانتداری مدیران بر عملکرد شرکت ها باید گفت که این عامل تاثیر مستقیم و معناداری بر شاخص های مالی دارد. بنابراین بیان می شود که اگر مدیران حس مالکیتی خوب داشته باشند، این موضوع باعث افزایش روحیه امانتداری گشته و در نتیجه عملکرد مالی شرکت افزایش می یابد. بنابراین شرکت ها باید به پیاده سازی اصول حاکمیت شرکتی و بحث نمایندگی بپردازند. وقتی اخلاق از طریق اعتماد بر بازدهی تاثیر می گذارد این تاثیر زمانی بیشتر خواهد شد که هر یک از متغیرها بصورت انفرادی تاثیر خود را گذاشته باشند. بنابراین بازدهی پایدار بازار سرمایه از طریق اعتماد ایجاد می شود و نباید برای مطلوب نمودن بازار شاخص سازی نمود. پس می توان نتیجه گرفت که اگر زیر ساخت های اخلاق همانند صداقت و شفافیت درست ایجاد شود، می تواند اعتماد ایجاد نموده و نقدینگی جامعه را به سمت بازار سرمایه و از آنجا به بخش حقیقی اقتصاد سوق دهد و موجب توسعه تولید گردد. نتیجه نهایی اینکه انتظارات تورمی و رفتارهای سفته بازانه (رفتار گله ای) در بازار سرمایه ایران بسیار قوی هستند و رعایت اخلاق اسلامی تنها ۴۳٪ از تغییرات بازدهی را تبیین می کند، ولی ۵۷٪ باقی مانده تحت تاثیر شدید متغیرهای کلان اقتصادی (تورم، نرخ ارز و غیره) و رفتارهای هیجانی است

در ارتباط با نتایج بدست آمده از فرضیات تحقیق می توان موارد زیر را پیشنهاد داد. با توجه به نتایج فرضیه اول پیشنهاد می شود سازمان بورس ساز و کاری را ایجاد نماید تا اطلاعات مهمی که در گروه الف و ب توسط شرکت ها اعلام می گردد، بلافاصله به اطلاع همه ذینفعان بازار برسد. در ارتباط با اثر عدالت اقتصادی باید سازمان بورس ساز و کاری را ایجاد نماید تا معاملات سنگینی که قبل از افشای اطلاعات اتفاق می افتد را باطل نماید و از ایجاد رانت جلوگیری کند. ایجاد شاخص اخلاق در رعایت حاکمیت شرکتی باعث می گردد تا سرمایه گذاران با ریسک کمتری مواجه شوند. شرکت های که معیارهای صداقت، شفافیت و امانتداری را رعایت می کنند، مشوق های مالیاتی یا عوارضی دریافت نمایند. مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس برای دریافت پاداش سعی می نمایند، به هموار سازی سود تحقق نیافته اقدام کنند، بنابر این به مدیران بنگاه های اقتصادی پیشنهاد می گردد سود بنگاه ها را صادقانه گزارش نموده تا ریسک اطلاعاتی



بورس سهام کاهش یابد که این موضوع باعث می شود، قیمت سهام در بلند مدت واقعی تر و جذاب تر گردد. رفتارهای حمایتی باید در جهت سهامداران خرد باشد، بدین منظور صندوق های حمایتی واقعی تشکیل گردد.



فهرست منابع؛

۱. قرآن کریم.
۲. ابن بابویه (صدوق)، محمد بن علی. (۱۴۱۳ ق). م ن لا يحضره الفقيه قم: دفتر انتشارات اسلامی.
۳. الکاظمی، احمد، (۲۰۰۷). شاخص‌های سنجش حاکمیت شرکی و اخلاق کسب و کار، ترجمه مصطفی علوی (۱۳۹۲). تهران: انتشارات نگاه دانش.
۴. امامی، سید حسن، (۱۳۹۰)، حقوق مدنی (جلد اول)، تهران: انتشارات اسلامی.
۵. انصاری، مرتضی بن محمدامین، (۱۴۱۵ ق). کتاب المکاسب (دوره ۶ جلدی). قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری.
۶. تسلیمی، محمد سعید، و ابراهیمی، فرزانه، (۱۳۹۶). واکاوی مفهوم امانت‌داری و صداقت در مدیریت سازمان‌های دولتی از منظر نهج‌البلاغه. مدیریت فرهنگ سازمانی، ۱۵۳، ۵۶۷-۵۹۱.
۷. حر عاملی، محمد بن حسن، (۱۴۰۹ ق). وسائل الشیعة إلى تحصیل مسائل الشریعة، قم: مؤسسه آل البيت علیهم السلام.
۸. خوبی، سید ابوالقاسم. (۱۴۱۰ ق). مصباح الفقاهة فی المعاملات، قم: انتشارات انصاریان.
۹. درخشان، مسعود، (۱۳۹۳). ماهیت و ساختار اقتصاد اسلامی، تهران: سمت.
۱۰. سلیمانی، علی، و رضایی، حسین، (۱۴۰۱). بررسی رابطه تقارن اطلاعاتی و اعتماد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، (۱۱۲-۱۳۵).
۱۱. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۸۸). قواعد عمومی قراردادها (جلد دوم). تهران: شرکت سهامی انتشار.
۱۲. کلینی، محمد بن یعقوب. (۱۴۰۷ ق). الکافی. تهران: دار الکتب الإسلامية.
۱۳. مصباح یزدی، محمدتقی (۱۳۸۷). فلسفه اخلاق. تهران: انتشارات اطلاعات.
۱۴. مطهری، مرتضی (۱۳۸۹). فلسفه اخلاق. تهران: انتشارات صدرا.
۱۵. موسویان، سید عباس (۱۳۹۴). صکوک و ابزارهای مالی اسلامی. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۶. موسویان، سید عباس، و میثمی، حسین، (۱۳۹۷). بانکداری اسلامی (جلد اول). تهران: پژوهشگاه پولی و بانکی.
۱۷. نجفی، محمدحسن. (۱۴۰۴ ق). جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام. بیروت: دار إحياء التراث العربی.
۱۸. نراقی، ملا احمد، (۱۳۸۸). معراج السعاده، قم: انتشارات هجرت.
۱. Ahmad, S., & Ahmad, N. (2018). The impact of Islamic work ethics on investor trust and market efficiency: Evidence from Islamic financial institutions. *Journal of Islamic Business and Management*, 8(2), 345-361.
۲. Al-Ayubbi, M. R., & Ibrahim, F. (2021). Economic justice, market depth, and the elimination of information rent in capital markets. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, ۱۴(۳), ۵۱۲-۵۲۹.
۳. Beekun, R. I. (1997). *Islamic business ethics*. International Institute of Islamic Thought (IIOT).
۴. Chapra, M. U. (2000). *The future of economics: An Islamic perspective*. Islamic Foundation.
۵. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, ۲۵(۲), ۳۸۳-۴۱۷.
۶. Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39-50.
۷. Hair, J. F., Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). When to use and how to report the results of PLS-SEM. *European Business Review*, 31(1), 2-24.
۸. Henseler, J., Ringle, C. M., & Sinkovics, R. R. (2009). The use of partial least squares path modeling in international marketing. *Advances in International Marketing*, 20, 277-319.
۹. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
۱۰. Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, ۱۷(۱), ۵۹-۸۲.
۱۱. Rice, G. (1999). Islamic ethics and the implications for business. *Journal of Business Ethics*, 18(4), 345-358.



۱۲. Sood, K., Sharma, V., & de Bem Machado, A. (Eds.). (2026). *Ethical Frameworks and Corporate Performance in Capital Markets*. Springer.
۱۳. Tenenhaus, M., Amato, S., & Esposito Vinzi, V. (2004). A global goodness-of-fit index for PLS structural equation modelling. *Proceedings of the XLII SIS Scientific Meeting*, 739-742.
۱۴. Wilson, R. (2006). Islam and business ethics. *Thunderbird International Business Review*, 48(1), 109-123.
۱۵. Zaheer, A., McEvily, B., & Perrone, V. (1998). Does trust matter? Exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance. *Organization Science*, 9(2), 141-159.