Archive of SID

مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/٤/۱۵ تاریخ تأیید: ۱۳۸۷/۵/۲۰

آیت‌الله محمدعلی تسخیری*

چکیده

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصهٔ بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به اسم صکوک است، این اوراق که به‌طور عمده برای تامین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند براساس عقدهای اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی به جای اوراق بهادار ربوی به‌ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند.

اوراق بهادار اسلامی گرچه از جهت شیوهٔ عملیاتی شباهت‌هایی با اوراق بهادار ربوی دارند اما از جهت محتوا و ماهیت حقوقی تفاوت‌های اساسی دارند، اوراق بهادار ربوی به‌طور معمول براساس قرارداد قرض با بهره طراحی شده‌اند، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های حقیقی و فعالیت‌های اقتصادی و بازدهی آنها هیچ مشارکتی ندارند و در سررسیدهای مقرر بهرهٔ ثابت و احیاناً متغیر دریافت می‌کنند، در حالی که در اوراق بهادار اسلامی، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های حقیقی و در فعالیت‌های اقتصادی مشارکت دارند و بازدهی طرح‌ها، پروژه‌ها و فعالیت‌ها روی درآمد صاحبان اوراق اثر می‌گذارد و سود اوراق متاثر از بخش واقعی اقتصاد است.

* استاد حوزه علمیه.

www.SID.ir

Archive of SID

در مقاله انواع اوراق بهادار اسلامی از جهت مبانی اصلی، یعنی مشارکت در مالکیت، مشارکت در فعالیت اقتصادی، تضمین اصل سرمایه، پرداخت سود ثابت یا انتظاری، تجزیه و تحلیل شده دیدگاه مذاهب و فقیهان اسلامی درباره آنها تبیین می‌شود.

واژگان کلیدی: *اوراق بهادار ربوی، اوراق بهادار اسلامی، صکوک، مشارکت، مالکیت، تضمین اصل سرمایه، سود ثابت، سود انتظاری.*

طبقه‌بندی JEL: Q14

مقدمه

انتشار اوراق بهادار (صکوک) براساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهمترین اهداف بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزار توسعه اقتصادی اسلامی در جامعه است مشروط بر اینکه در سازوکارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود؛ نظام ربوی که امروزه در جهان متداول است برای پروژه‌های بزرگی که نیاز به سرمایه کلان دارند و سود یا درآمد هنگفتی نیز در پی دارند به صدور اسناد بر پایه بهره ربوی اقدام می‌کنند و صاحبان این اسناد چیزی جز بستانکارانی براساس بهره از صاحبان این پروژه‌ها نیستند و در مالکیت پروژه‌ها یا در سود یا درآمد حاصل از آنها، هیچ‌گونه سهمی ندارند و فقط بهره‌ای را که متناسب با بهره پول در بازار است، به‌دست می‌آورند و سود این پروژه‌ها پس از کسر هزینه‌ها از جمله بهره‌های پرداختی، از این قرار است که دارندگان آنها در سود پروژه‌های بزرگ و درآمد حاصل از فعالیت‌های واقعی اقتصادی سهیم باشند.

اثرهای انتشار اوراق بهادار اسلامی

چنان‌که صکوک براساس ایدهٔ پیش‌گفته منتشر شوند، نقش بزرگی در رشد و توسعه بانکداری و بازار سرمایه اسلامی و سهم به‌سزایی در رسیدن به اهداف والایی که شریعت مقدس اسلامی در نظر گرفته ایفا خواهند کرد و جنبه‌های مثبت ذیل را در بر خواهند داشت:

۱. بهترین شکل تأمین سرمایه پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی بزرگی است که خارج از توان مالی یک فرد یا شرکت خصوصی است؛

www.SID.ir

Archive of SID

۲. راهکار تازه و بسیار خوبی برای سرمایه‌گذارانی است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و در عین حال مایلند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی باز پس گیرند. زیرا به‌طور طبیعی چنین اوراقی، بازارهای ثانوی برای دادوستد دارند و هر زمان که سرمایه‌گذار (صاحب اوراق بهادار) به همه 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 ـ در صورتی که طرح سود داشته باشد ـ به‌دست آورد؛

۳. این کار شیوه بسیار خوبی برای مدیریت نقدینگی است، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اسلامی می‌توانند با یاری‌گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند، به این صورت که اگر نقدینگی مازادی داشته باشند به خرید اوراق، و چنان‌که نیاز به نقدینگی داشتند، به فروش آنها در بازارهای ثانوی اقدام می‌کنند، و از این راه کسری یا مازاد منابع نقدی خود را مدیریت می‌کنند؛

٤. این اوراق وسیله‌ای برای توزیع عادلانه ثروت‌ها و درآمدهاست و برای سرمایه‌گذاری امکان بهره‌مندی از سود حقیقی ناشی از طرح‌ها و فعالیت‌های اقتصادی را به‌صورت عادلانه‌ای فراهم می‌آورد و بدین ترتیب ثروت و درآمد در گسترده وسیعتری و بدون آنکه فقط در اختیار شمار معدودی از ثروتمندان باشد، جریان می‌یابد و این از جمله بزرگترین اهدافی است که اقتصاد اسلامی همواره در پی آن است.* سامان‌دادن پروژه‌های بزرگ که به‌طور متعارف همراه با ارزش افزوده و سود بالایی است، از راه انتشار اوراق بهادار اسلامی به‌ویژه مانند اوراق مشارکت واقعی باعث می‌شود سود حاصل از پروژه در اختیار بخش وسیعی از افراد جامعه قرار گیرد، چرا که در این روش تمام افراد، هر کس به اندازه توان مالی که دارد در اجرای پروژه مشارکت می‌کند.

انواع اوراق بهادار

امروزه اوراق بهادار فراوانی تحت عناوین صکوک اجاره، مرابحه، مضاربه، مشارکت، استضاع، مزارعه، مساقات، سلف، بیع دین و ... در بازار منتشر می‌شوند که ادعای

* مطابق آیهٔ شریفه «کی لاَ یکونَ دولَةً بَینَ الْأَغْنیاءِ منکمْ» (حشر (۵۹)، ۷)؛ ـ یعنی «... تا اموال در میان ثروتمندان شما دست به دست شود» ـ یکی از اَهداف اقتصادی اسلام جلوگیری از تمرکز ثروت در دست گروهی خاص و محرومیت دیگران است.

www.SID.ir

Archive of SID

اسلامی‌بودن دارند که ما در این بررسی در پی آشنایی از میـزان همـسویی آنهـا بـا احکـام شریعت اسلامی و اصول و اهداف یاد شده هستیم؛ کسانی که این اوراق را منتشر کرده‌انـد تمام کوشش خود را به‌کار گرفته‌اند تا اوراق یاد شده رقیبی در برابر اوراق ربـوی رایـج در بازار باشند و بخش اعظم ویژگی‌های آنها را داشته باشند تـا بتـوان بـه سـادگی آنهـا را در بازارهای اسلامی و سنتی، متداول ساخت؛ بر این اساس لازم است ابتدا ویژگی‌های اساسی اوراق بهادار متعارف (ربوی) را از جهت شریعت بررسی کنیم، تا مشخص شود تا چه حـد می‌توانیم در طراحی ابزارهای مالی و اوراق بهادار اسلامی از آن ویژگی‌ها استفاده کنیم.

ویژگی‌های اوراق بهادار متعارف (ربوی)

برجسته‌ترین ویژگی اوراق یا اسناد ربوی در موارد ذیل خلاصه می‌شود:

۱. اوراق بهادار ربوی بیان‌گر مالکیت دارندگان آنها در طرح‌های تجاری یا صـنعتی کـه اوراق برای آنها انتشار یافته، نیست و بیشتر نشان‌گر وام ربوی است که خریداران اوراق بـه صاحبان طرح‌ها و در واقع طرف‌های صادرکننده اوراق، داده‌اند، و به‌کار بردن واژه خرید و فروش اوراق نیز، از باب تسامح در تعبیر است؛

۲. در این اوراق به‌طور معمول سود معینی در دوره‌های معین ماهانه، فـصلی یـا سـلانه میان دارندگان اوراق تقسیم می‌شود؛ این سود براساس نرخی (درصـدی) از سـرمایه و نـه نسبتی از سود واقعی در نظر گرفته می‌شود و در مواردی کمی مانند اسـناد بلندمـدت، ایـن نرخ متغیر است و متناسب با نرخ تورم در نظر گرفته می‌شود؛

۳. در این اوراق، استرداد اصل سرمایه در پایان مدت آنها ـ اعم از اینکه طرح سود کند یا زیان ـ تضمین شده است و صادرکننده اوراق فقط به بازگرداندن سرمایه همراه بـا سـود توافق متعهد شده است و سودهای اضافی طـرح بـه‌طـور کامـل بـه خـودش تعلـق دارد و دارندگان اوراق حق مطالبه سهمی از سود اضافی نسبت به نرخ بهره را ندارنـد همـان‌طـور اینکه اگر طرح به هر علتی با ضرر روبه‌رو شود مسؤولیتی در برابر آن ندارند.

این ویژگی‌ها نمی‌تواند به‌صورت مـستقیم در اوراق بهـادار اسـلامی (صـکوک) وجـود داشته باشد اما صادرکنندگان ایـن اوراق امـروزه کوشـیده‌انـد کـه اوراق آنهـا بـه صـورتی غیرمستقیم در بردارنده این ویژگی‌ها باشد و برای این کار ابزارها و سازوکار گونـاگونی را

www.SID.ir

Archive of SID

در نظر گرفته‌اند، همانند شیوه‌ای که شهید صدر(ره) در طرح خود برای بانکداری بدون ربا در نظر گرفته بود.

ویژگی‌های اوراق بهادار اسلامی

اینک به مطالعه و بررسی ویژگی‌های یاد شده در ابزارها و اوراق بهادار اسلامی (صکوک) می‌پردازیم.

۱. مالکیت صاحبان اوراق

درباره ویژگی نخست یعنی مالکیت صاحبان اوراق، اغلب اوراق بهادار اسلامی تفاوت روشنی با اوراق و اسناد ربوی دارند. اسناد و اوراق اسلامی، به‌طور معمول در بردارنده سهم مشاعی از سرمایهٔ دارای سود یا درآمد هستند سرمایه‌هایی چون اعیان استیجاری، طرح‌های تجاری یا صنعتی یا سرمایه‌گذاری‌های چند منظوره، این مهمترین ویژگی است که آنها را از اسناد ربوی متمایز می‌سازد.

بر این اساس، اسناد و اوراق بهادار اسلامی باید بر پایه طرح‌های تجاری، کشاورزی، خدماتی یا صنعتی جدیدی با مشارکت سرمایه صاحب‌کاران این اوراق منتشر شود و چنان‌که برای طرح‌های موجود منتشر شوند باید مالکیت آنها ـ اعم از اینکه اعیان، منافع یا حقوق معنوی باشد ـ به صاحبان اوراق منتقل شود و اشکالی هم ندارد که به هنگام تنظیم قرارداد این مالکیت، مقیّد به شرط‌هایی شود زیرا حدیث معروف «المؤمنون عند شروطهم»،* عمومیت دارد و شامل چنین شرط‌ها و تعهدهایی می‌شود. به عبارت دیگر حدیث بیان می‌کند که هر نوع شرط و التزامی در ضمن قرارداد، لزوم وفا و عمومیت دارد و شامل چنین قراردادهایی نیز می‌شود به‌طور مثال؛ دولت یا سازمان وابسته به دولت مانند شهرداری‌ها یا بنگاه خصوصی که برخی از مستغلات خود را برای کسب نقدینگی، از راه

* حدیث «المؤمنون عند شروطهم» یا «المسلمون عند شروطهم» به اسناد متعدد از پیامبر اکرمﷺ و ائمه اطهارؑ از شیعه و اهل سنت نقل شده است (حرعاملی، ۱۳۷۳: ۱۸، ۱۶، ۶۸ و۷۳) و مفاد همگی آنها این است که مسلمانان و مؤمنان به تعهدهای که داده‌اند پایبند هستند، فقیهان بزرگوار اسلام با استفاده از این روایت‌ها بر این باورند که طرفین قرارداد می‌توانند متناسب با وضعیت اقتصادی جامعه و مصالح خودشان، با رضایت طرفین انواعی از شرایط را به‌صورت شرط ضمن عقد، در قرارداد بگنجانند، البته مشروط بر اینکه آن شرط مخالف کتاب و سنت و مخالف مقتضای قرارداد نباشد.

www.SID.ir

Archive of SID

اوراق بهادار اسلامی به فروش می‌رساند می‌تواند شرط‌های معینی را در نظر گیرد، به‌طور مثال؛ می‌تواند نسبت مشاع معینی را برای خود نگاه دارد تا صاحبان اوراق نتوانند حق تصرف مطلق در آنها را ـ به علت داشتن سهم مشاعی از مالکیت ـ داشته باشند. همان‌طور می‌تواند برای خود، طبق زمان‌بندی معینی حق فسخ قرارداد یا حق خرید سهم صاحبان اوراق را قرار دهد.

۲. کیفیت توزیع سود

درباره ویژگی دوم باید گفت؛ ماهیت حقوقی بخش اعظم اوراق بهادار ربوی قرض با بهره است، ناشرین اوراق طبق زمان‌بندی معین نسبت معینی از اصل سرمایه را به‌صورت بهره به صاحبان اوراق پرداخت می‌کنند، این نسبت هیچ ارتباط به بازدهی طرح و سود فعالیت اقتصادی ندارد، روشن است که چنین درآمدی مصداق قرض به شرط زیاده است که از دیدگاه فقه اسلامی ربا شمرده می‌شود (موسوی‌خمینی، ۱٤۰۱: ۲، مسئله۱۱) در نتیجه قابل استفاده در اوراق بهادار اسلامی نیست.

بازدهی اوراق بهادار اسلامی ارتباط به نوع قراردادی دارد که اوراق براساس آن طراحی شده و از جهت ثابت یا انتظاری‌بودن نرخ بازدهی متفاوتند و در مجموع در سه گروه عمده جای می‌گیرند.

گروه نخست: اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین

گروهی از اوراق بهادار اسلامی چون اوراق استصناع و مرابحه، از جهت بازدهی، نزدیکترین گروه به اوراق بهادار ربوی هستند، این اوراق به‌گونه‌ای طراحی شده‌اند که صاحبان اوراق در مدت‌زمان مشخص به سود معینی دست می‌یابد. برای مثال، دولت (وزارت راه) سفارش ساخت بزرگراهی را به پیمانکاری می‌دهد و به جای پرداخت پول نقد، به پیمانکار اوراق بهادار استصناع قابل تنزیل در بازار ثانوی می‌دهد و پیمانکار اوراق را که مبلغ و سررسیدهای معین دارند در بازار ثانوی به قیمت مشخص می‌فروشد خریداران اوراق (سرمایه‌گذاران) به‌صورت معین می‌دانند در زمان‌بندی مشخص چند درصد سود خواهند کرد (موسویان، ۱۳۸٦: ۲۸).

البته مشروعیت این گروه از اوراق محل اختلاف است، در حالی که مشهور فقیهان

www.SID.ir

Archive of SID

شیعه خرید و فروش دین واقعی را به شخص ثالث (غیر از مدیون) جایز می‌دانند (موسوی، ۱۳۸۱: ۸۷ ـ ۷۸)، مشهور فقیهان اهل سنت و برخی از فقیهان شیعه مانند امام خمینی‌ﷺ در فتوای جدیدشان آن را ربا و حرام می‌دانند (موسوی‌خمینی، ۱۳۷۵: ۱۷۵، سوال ۲۲۵).

گروه دوم: اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی

گروه دوم از اوراق بهادار اسلامی بر خرید و فروش دارایی‌های فیزیکی مبتنی است، شاخص‌ترین مصداق‌های این گروه اوراق اجاره به‌ویژه اجاره به شرط تملیک است که به جهت تامین مالی و گاهی تامین نقدینگی منتشر می‌شوند، بازدهی این اوراق گرچه به جهت متغیر بودن جریان درآمدی خالص آنها، متغیر است اما می‌توان با اتخاذ تدبیرهایی (مدیریت ریسک) به بازدهی با ثبانی دست یافت، به‌طور مثال؛ وقتی مؤسسه مالی خاص، با انتشار اوراق اجاره، سرمایه مالی لازم را برای خرید یک فروند هواپیمای مسافربری فراهم می‌کند، می‌تواند آن هواپیما را به‌صورت اجاره به شرط تملیک پنج‌ساله به یک شرکت حمل و نقل هوایی واگذارد و ضمن قرارداد هزینه‌های جاری حفظ و نگهداری و استفاده از هواپیما را با شرکت پیش‌گفته شرط کند و هزینه‌های غیرمترقبه و اساسی را از راه شرکت‌های بیمه پوشش دهد، در نتیجه برای سرمایه‌گذاران (صاحبان اوراق اجاره) بازدهی با ثباتی را تدبیر کند.

ماهیت خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی، خرید و فروش دارایی فیزیکی مشاعی است که به اجاره داده شده و جریان درآمدی باثباتی را پدید آورده است، صاحب ورق با فروش ورق اجاره در واقع سهم خود از دارایی فیزیکی را به دیگری تملیک می‌کند و ضمن قرارداد می‌پذیرد که جریان درآمدی (اجاره‌بها) متعلق به مالک جدید باشد (موسویان، ۱۳۸٦: ۳۷٤ ـ ۳٦۹) و این مسئله به اتفاق فقیهان شیعه و اهل سنت صحیح است. یعنی به فتوای همه فقیهان شیعه و اهل سنت در قرارداد اجاره، می‌توان عین مستاجره را پایان مدت اجاره فروخت و با این فروش قرارداد اجاره به حال خود باقی است و اجاره‌بها طبق توافق طرفین به مالک جدید یا قدیم پرداخت می‌شود، در اوراق بهادار اسلامی (صکوک اجاره) مبنا بر این است که جریان درآمدی (اجاره‌بها) متعلق به مالک جدید و خریدار اوراق باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

گروه سوم: اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی

گروه سوم از اوراق بهادار اسلامی براساس عقدهای مشارکتی اسلام طراحی شده‌اند، اوراق بهاداری چون اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه و اوراق مساقات از این گروه هستند. ماهیت حقوقی کار در این اوراق آن است که صاحبان اوراق بهادار به‌صورت مشاع در جایگاه صاحبان سرمایه در احداث پروژه یا انجام یک فعالیت اقتصادی مشارکت می‌کنند و به تبع آن در سود حاصله سهیم می‌شوند و اگر چنان‌که پروژه با زیان روبه‌رو شود به تناسب بین صاحبان سرمایه تقسیم می‌شود. به‌طور مثال؛ دولت (وزارت نیرو)، مؤسسه مالی خاصی را تأسیس کرده، از راه آن اوراق مشارکت برای سرمایه‌گذاری در احداث سدی را منتشر می‌کند، سپس با واگذاری اوراق و جمع‌آوری وجوه به احداث سد می‌پردازد، متناسب با پیشرفت پروژه، ارزش افزوده‌ای شکل می‌گیرد که به‌صورت مشاع متعلق به صاحبان اوراق است، در نتیجه با پیشرفت پروژه، ارزش دارایی (پروژه) و به تبع آن قیمت اوراق افزایش پیدا می‌کند، زمانی که احداث پروژه به پایان رسید، به‌صورت کارشناسی قیمت‌گذاری شده به وزارت‌خانهٔ مربوط (دولت) فروخته می‌شود، مابه‌التفاوت قیمت پروژه از هزینه‌های عملیات احداث، ارزش افزوده طرح و سود صاحبان اوراق خواهد بود.

همان‌گونه که از ماهیت کار پیداست. سود این نوع اوراق به عامل‌هایی بستگی دارد که همهٔ آنها قابل پیش‌بینی و مدیریت نیست؛ بنابراین بر فرض هم مؤسسه مالی بخشی از ریسک‌ها را به پیمانکاران و برخی را از راه بیمه و امثال آن پوشش دهد، متغیرهای اقتصادی در سطح ملی و بین‌المللی وجود دارد که بازدهی پروژه را متاثر می‌سازند در نتیجه بازدهی قطعی پروژه و سود واقعی صاحبان اوراق در پایان طرح و بعد از انتقال ملکیت آن به دولت مشخص می‌شود، بنابراین سود این اوراق انتظاری بوده و در پایان کار قطعی می‌شود.

البته در مثل اوراق مشارکت می‌توان با توجه به برآورد کارشناسی، در مقاطع زمانی فصلی یا شش‌ماهه، مبالغی را به‌صورت سود علی‌الحساب پرداخت کرد و در پایان طرح از سود صاحبان اوراق کم کرد.

بنابراین خرید و فروش اوراق بهادار نوع سوم خرید و فروش سهم مشاع از دارایی

www.SID.ir

Archive of SID

است که به‌صورت مشارکتی در احداث یک طرح یا فعالیت اقتصادی سرمایه‌گذاری شده و جریان درآمدی انتظاری دارد که در پایان دوره قطعی می‌شود و براساس پیش‌بینی‌ها از سود انتظاری، سهم مشاع دارایی‌ها و به تبع آن، اوراق بهادار قیمت پیدا می‌کنند (همان: ٤٦٠ ـ ٤١٠). خرید و فروش این نوع دارایی نیز به نظر فقیهان شیعه و اهل سنت مشکلی ندارد چون خرید و فروش این نوع اوراق در واقع خرید و فروش دارایی‌های فیزیکی شمرده می‌شود که این اوراق سند آنهاست و به تبع انتقال مالکیت آن دارایی‌ها، سود انتظاری حاصل از آنها نیز به مالک جدید منتقل می‌شود.

۳. تضمین اصل سرمایه

همان‌طور که گذشت ماهیت حقوقی اغلب اوراق بهادار ربوی، قرض با بهره است که به مقتضای قرارداد ناشر اوراق اصل سرمایهٔ صاحبان اوراق (ارزش اسمی اوراق بهادار) را تضمین می‌کند به این بیان که ناشر اوراق، در سررسید معادل ارزش اسمی اوراق را به صاحبان آنها می‌پردازد و این امر اثر انگیزشی بالایی برای خریداران اوراق دارد، ناشرین اوراق بهادار اسلامی نیز تلاش می‌کوشند چنین تضمین را به صاحبان اوراق بدهند، پرسش این است که آیا چنین تضمینی از دید فقه اسلامی پذیرفته است؟ به‌ویژه اینکه، قاعدهٔ فقهی مستفاد از روایت‌ها می‌گوید:

«من له الغنم فعليه الغرم» (موسوی‌خمینی، ١٤١٥: ١، ٤٣٦).

«یعنی کسی که سود برای اوست، همانا ضرر هم برای اوست».

بنابراین صاحبان اوراق بهادار که از سود اوراق منتفع می‌شوند باید ضرر و زیان احتمالی را نیز به عهده گیرند. پس اگر پروژه یا طرح با خسارت شود یا فعالیت اقتصادی دچار ضرر شود، مؤسسه مالی ناشر اوراق تعهدی در برابر صاحبان اوراق نخواهد داشت و کل خسارت و ضرر متوجه سرمایه‌گذاران (صاحبان اوراق) است.

در پاسخ به این موضوع می‌توان گفت، در اوراق بهادار اسلامی اگر مؤسسه مالی ناشر اوراق هیچ تعهدی به صاحبان اوراق نداده باشد، مطابق قاعده فقهی پیش‌گفته، ضرر و زیان احتمالی مربوط به صاحبان اوراق خواهد بود، اما اگر در ضمن واگذاری اوراق به‌صورت شرط ضمن عقد، باز پرداخت اصل سرمایه را تضمین کرده باشد، نسبت به گروه‌های سه‌گانه اوراق که در بحث سود گذشت، متفاوت خواهد بود.

www.SID.ir

Archive of SID

أ. تضمین اصل سرمایه در اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین

در این گروه، مؤسسه مالی ناشر اوراق مرابحه در جایگاه وکیل صاحبان اوراق، با منابع مالی آنان، دارایی را به‌صورت نقد خریداری کرده و به استفاده‌کننده آن دارایی به‌صورت نسیه مدت‌دار می‌فروشد، در این اوراق استفاده‌کنندهٔ دارایی (خریدار) به مقتضای عقد بیع نسیه، قیمت نسیهٔ دارایی را که متضمن اصل سرمایه به اضافه سود معین است را به وکیل سرمایه‌گذاران متعهد می‌شود.

زمانی که این اوراق در بازار ثانوی خرید و فروش (تنزیل) می‌شود، تضمین اصل سرمایه و سود معین نیز به همراه آن منتقل می‌شود. مسئله در اوراق استصناع نیز به همین صورت است، زمانی که مؤسسه مالی در جایگاه وکیل صاحبان اوراق، به سفارش ساخت کالای سرمایه‌ای چون هواپیما با سازنده اقدام می‌کند و به وکالت از طرف آنان با قرارداد استصناع دیگری آن را به شرکت حمل و نقل هوایی واگذارده و اوراق استصناع دریافت می‌کند، به مقتضای ماهیت حقوقی قرارداد استصناع، بعد از تحویل دارایی به سفارش‌دهنده (ناشر اوراق استصناع)، وی متعهد است قیمت استصناع را که متضمن اصل سرمایه و سود صاحبان اوراق است را در سررسیدهای مقرر بپردازد، بنابراین اگر اصل خرید و فروش این گروه از اوراق بهادار اسلامی را بپذیریم، تضمین اصل سرمایه و سود معین جزو ماهیت قرارداد بیع نسیهٔ مرابحه‌ای و استصناع است، اما اگر خرید و فروش دین را قبول نداشته باشیم، آن‌گونه که برخی از فقیهان شیعه و مشهور اهل سنت قبول ندارند، معامله‌های بازار ثانوی اوراق مرابحه و اوراق استصناع با مشکل جدی روبه‌رو خواهد بود.

ب. تضمین اصل سرمایه در اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی

در این گروه مؤسسه مالی به وکالت از طرف صاحبان اوراق، دارایی‌های فیزیکی را خریداری و به استفاده‌کننده آن اجاره می‌دهد و به‌صورت مرتب اجاره‌بهاها را گرفته به صاحبان اوراق می‌پردازد و در سررسید قرارداد اجاره یا عین مستاجره را به مستاجر تملیک می‌کند (در قراردادهای اجاره به شرط تملیک) یا از وی تحویل گرفته در بازار به فروش می‌رساند (در اجاره‌های عادی)، در نتیجه در این گروه از اوراق سه نوع مخاطره وجود

www.SID.ir

Archive of SID

دارد که مانع از تضمین اصل سرمایه می‌شود و درباره آنها باید تدبیر و از روش‌های مطرح در مدیریت ریسک استفاده شود.

۱. هزینه‌های جاری، استفاده از دارایی اجاره داده‌شده به‌طور معمول همراه با انواعی از هزینه‌های حفظ، نگهداری، تعمیر و تعویض قطعه‌هاست که چه‌بسا اگر صحیح مدیریت نشود باعث کاهش سود و در موردهایی به خسارت نسبت به اصل سرمایه می‌انجامد؛

۲. هزینه‌های غیرمترقبه، خیلی از اعیان مستاجره چون هواپیما، کشتی، ساختمان و ... در معرض انواعی از حوادث غیرمنتظره چون آتش‌سوزی، تصادف، خرابی کلی و ... است که چه‌بسا عین مستاجره را از قابلیت انتفاع خارج کند یا هزینه سنگینی برای اصلاح آن لازم باشد، این نوعی هزینه‌ها نیز اگر صحیح مدیریت نشود فعالیت مالی موفقیت‌آمیز نخواهد بود و چه‌بسا به ضرر بینجامد؛

۳. خطر کاهش قیمت دارایی، به‌صورت طبیعی دارایی‌های اجاره داده‌شده به تدریج ارزش اسمی خود را از دست می‌دهند و هر چه مستهلک شوند ارزش آنها کاهش پیدا می‌کند، این کاهش قیمت به‌صورت هزینه استهلاک بخشی از اجاره‌بها را تشکیل می‌دهد و قابل پیش‌بینی و برنامه‌ریزی است اما گاهی عین مستاجره در اثر عامل‌های دیگری چون تغییر تکنولوژی، عرضه دارایی‌های جایگزین، تغییر سیاست‌های اقتصادی دولت و ... کاهش قیمت پیدا می‌کند و چه‌بسا این کاهش قیمت افزون بر اجاره‌بهاها، قسمتی از اصل سرمایه را هم از بین ببرد.

در طراحی اوراق بهادار اجاره برای مدیریت این مخاطره‌ها و هزینه‌های ناشی از آنها، شیوه‌های گوناگونی در پیش می‌گیرند، برای هزینه‌های نوع نخست از راهکار شرط ضمن عقد استفاده می‌کنند به این بیان که مؤسسه مالی ناشر اوراق ضمن قرارداد اجاره همهٔ هزینه‌های جاری (حفظ و نگهداری، تعمیر و تعویض قطعه‌ها) را به عهدهٔ مستاجر می‌گذارد که مشکل فقهی و حقوقی هم ندارد. اما درباره هزینه‌های نوع دوم، بنا به فتوای مشهور فقیهان شیعه نمی‌توان چنین خسارت‌هایی را به عهده مستاجر گذاشت مگر اینکه مستاجر در حفظ و نگهداری افراط و تفریط کند (یزدی، بی‌تا: ۵، ٦١). گروهی از فقیهان معاصر چون آیت‌الله حکیم بر این باروند که در قرارداد اجاره می‌توان مستاجر را به جبران

www.SID.ir

Archive of SID

خسارت وارده متعهد کرد به این بیان که ضمن عقد اجاره متعهد می‌شود چنان‌که خسارت بر عین مستاجره وارد شود وی از محل اموال خود آن خسارت را جبران کند (حکیم: ۱٤۱۱: ۲، ۷۲)، راه دیگر بیمه‌کردن عین مستاجره در برابر حوادث غیرمترقبه است، مؤسسه مالی می‌تواند با پرداخت بخشی از اجاره‌بها، دارایی مورد نظر را در برابر حوادث بیمه کند.

سرانجام برای پوشش ریسک تغییرهای قیمت دارایی به‌طور معمول در اوراق بهادار اجاره از شرط تملیک مجانی یا در برابر مبلغ معین استفاده می‌کنند به این بیان که مستاجر با پرداخت اجاره‌بهای بیشتر شرط می‌کند که در پایان قرارداد اجاره، دارایی مورد نظر به‌صورت مجانی یا در برابر مبلغ ثابت به تملیک مستاجر درآید و مؤسسه مالی در جایگاه وکیل صاحبان اوراق چنین شرطی را تعهد می‌کند.

بنابراین در این گروه از اوراق بهادار اسلامی گرچه به مقتضای قراردادهای به‌کار رفته، تعهد و تضمین حقوقی درباره بازپرداخت اصل سرمایه وجود ندارد اما از جهت واقعی به‌گونه‌ای رفتار می‌شود که برای صاحبان اوراق اطمینان حقیقی و واقعی نسبت به دریافت اصل سرمایه به همراه سود قابل توجه، به‌دست می‌آید.

ج. تضمین اصل سرمایه در اوراق بهادار مشارکتی

در این گروه مؤسسه مالی ناشر اوراق وجوه صاحبان اوراق را جمع کرده به وکالت از طرف آنان در احداث پروژه‌های صنعتی، کشاورزی، تجاری و ... به قراردادهای مشارکت، مزارعه، مساقات و مضاربه با فعالان اقتصادی در طراحی پروژه‌ها و انجام فعالیت‌های اقتصادی مشارکت می‌کند.

اگر قرارداد از نوع، مضاربه و شرکت باشد مطابق فتوای مشهور نمی‌توان شرط تضمین سرمایه را به عهدهٔ عامل و شریک گذاشت اما همان‌طور که فقیهان معاصر گفته‌اند می‌توان شرط جبران ضرر احتمالی را به‌صورت شرط فعل در قرارداد گنجاند به این بیان که عامل متعهد می‌شود در صورتی که خسارتی از محل پروژه و فعالیت اقتصادی متوجه صاحبان سرمایه شود، آن را از اموال خود جبران کند (موسوی‌خمینی، ۱۳۷۲: ۲، ۲۵۱ و همو، ۱٤۰۱: ۱، ٥٦۱). همان‌طور که می‌توان با پرداخت حق بیمه، موضوع مشارکت را در برابر برخی مخاطره‌ها بیمه کرد.

www.SID.ir

Archive of SID

در قراردادهای مزارعه و مساقات، عامل امین است و اگر در حفظ و نگهداری زمین و باغ کوتاهی نکند و خسارتی بر آنها وارد شود ضامن نیست، در این موارد نیز مؤسسه مالی می‌تواند با پرداخت هزینه، اصل دارایی‌ها را در برابر حوادث غیرمترقبه بیمه کند.

نتیجه اینکه در اوراق بهادار مشارکتی همانند گروه دوم، تعهد حقوقی در خود قراردادها وجود ندارد اما از راه تدبیرهای امنیتی و مدیریت ریسک می‌توان برای سرمایه‌گذاران (صاحبان اوراق) اعتماد و اطمینان حقیقی و واقعی پدید آورد.

د. تضمین اصل سرمایه در همهٔ اوراق بهادار اسلامی به صورت شخص ثالث

در اغلب مدل‌های عملیاتی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، مؤسسهٔ مالی خاص در جایگاه وکیل وجوه صاحبان اوراق را جمع‌آوری کرده، به وکالت از طرف آنها به قرارداد مبادله‌ای یا مشارکتی اقدام می‌کند و در واقع نقش یک مدیر مالی را بین صاحبان وجوه و استفاده‌کنندگان نهایی (کسانی که از راه اوراق تامین مالی می‌شوند) را ایفا می‌کند، حال این پرسش مطرح می‌شود که این مدیر و وکیل می‌تواند، بازپرداخت اصل سرمایه را به صاحبان اوراق تضمین کند؟

به نظر می‌رسد مؤسسه مالی در جایگاه وکیل و شخص ثالث می‌تواند به‌صورت داوطلبانه اصل سرمایه را برای سرمایه‌گذاران تضمین کند، درست است که قرارداد وکالت، وکیل را به صاحبان اوراق پیوند می‌دهد اما وی از قرارداد اصلی که میان صاحبان اوراق و عاملان اقتصادی بسته می‌شود جداست و فقط واسطه‌ای است که طرفین را گرد هم می‌آورد و در ازای دریافت کارمزد (حق الوکاله) خدمات معامله را برای طرفین ارائه می‌دهد و از این نظر طرف سوم (شخص ثالث) شمرده می‌شود.

بر فرض هم مؤسسه مالی وکیل نتواند تضمین کند می‌توان نهادها و سازمان‌های به‌طور کامل مستقل اما با اغراض عقلایی طراحی کرد به‌طور مثال؛ دولت برای تشویق چنین معامله‌های و برای استفاده از آنها در مسیر رشد و توسعه اقتصادی کشور می‌تواند به تضمین اصل سرمایه همه یا گروه‌های خاص از اوراق بهادار اسلامی اقدام کند.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول مقایسه اوراق بهادار ربوی و اسلامی از جهت مبانی

نوع اوراق / نوع مبانی	مالکیت دارایی‌های واقعی	مشارکت در فعالیت واقعی	بازدهی اوراق	تضمین اصل سرمایه
اوراق بهادار ربوی	نیست	نیست	ثابت	تضمین حقوقی
اوراق بهادار اسلامی گروه نخست	نیست	هست	ثابت	تضمین حقوقی
اوراق بهادار اسلامی گروه دوم	هست	هست	ثابت	اعتماد حقیقی
اوراق بهادار اسلامی گروه سوم	هست	هست	متغیر	اعتماد حقیقی

جمع‌بندی و پیشنهادها

۱. با بهره‌گیری از عقدهای اسلامی می‌توان انواع گوناگون از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) متناسب با اهداف و سلیقه‌های سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی طراحی کرد؛

۲. گرچه عملکرد ظاهری برخی اوراق بهادار اسلامی، شباهت‌هایی به برخی اوراق بهادار ربوی دارند اما توجه به ماهیت حقوقی آنها نشان می‌دهد که بین آنها تفاوت‌های اساسی و ماهوی وجود دارد، اوراق بهادار ربوی به‌طور معمول براساس قرارداد قرض با بهره طراحی شده‌اند و صاحبان اوراق هیچ مشارکتی در مالکیت و اقتصاد واقعی ندارند و درآمد آنها نیز به‌صورت کامل برون‌زا و با قطع نظر از بازدهی فعالیت‌های اقتصادی تعین می‌شود. در حالی که در اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به‌طور معمول صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های مورد قرارداد حضور دارند و در انجام فعالیت‌های اقتصادی مشارکت می‌کنند و بازدهی اوراق مرتبط با بازدهی پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی است؛

۳. اوراق بهادار اسلامی را می‌توان در گروه‌های سه‌گانه مبتنی بر خرید و فروش دین، مبتنی بر خرید و فروش دارایی‌های فیزیکی و مبتنی بر عقدهای مشارکتی طبقه‌بندی کرد که از نظر فقهی درباره گروه نخست محل اختلاف است اما گروه‌های دوم و سوم مورد وفاق فقیهان شیعه و اهل سنت است؛

www.SID.ir

Archive of SID

٤. گروه‌های سه‌گانه اوراق بهادار اسلامی از جهت تضمین اصل سرمایه و سود بازدهی متفاوتند، در حالی که در گروه نخست می‌توان پرداخت اصل سرمایه را تضمین و پرداخت سود ثابت را تعهد کرد در گروه دوم و سوم تضمین حقوقی وجود نـدارد، فقـط مـی‌تـوان اعتماد و اطمینان حقیقی پدید آورد که اصل سرمایه محفوظ خواهد ماند. همان‌طور می‌توان با استفاده از تدبیرهایی نرخ بازدهی را در گروه دوم تثبیت کرد برخلاف گروه سوم که نرخ سود به‌طور کامل انتظاری است و در پایان دوره معلوم می‌شود؛

۵. پیشنهاد می‌شود، نهادها و سازمان‌های مربوط چون دولت، مجلس، سازمان بـورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی با تصویب قـوانین و مقـررات لازم و فـراهم‌کـردن مقـدمات، زمینه را برای طراحی انواع ابزارهای مالی اسلامی فراهم کنند تا آنها که در عمـل کاراترنـد و بهتر می‌توانند اهداف و سلیقه‌های صـاحبان وجـوه مـازاد و فعـالان اقتـصادی را تـأمین کنند، نهادینه شوند.

www.SID.ir

Archive of SID

منابع و مآخذ

قرآن کریم.

۱. حرّ عاملی، ۱۳۷۳ش، *وسایل الشیعه*، بیروت: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام لاحیاءالتراث.

۲. حکیم، سیدمحسن، ۱٤۱۱ق، *مستمسک العروةالوثقی*، قم: مؤسسه اسماعیلیان.

۳. صدر، سیدمحمدباقر، ۱٤۱۰ق، *البنک الاربوی فی‌الاسلام*، بیروت: دارالتعاریف للمطبوعات.

٤. موسوی، سیدباقر، ۱۳۸۱ش، «خرید و فروش دین (تنزیل)»، تهران: *فصلنامه تخصّصی اقتصاد اسلامی*، ش ۷.

۵. موسویان، سیدعباس، ۱۳۸۵ش، «اوراق بهادار اجاره»، تهران: *فصلنامه تخصّصی اقتصاد اسلامی*، ش ۲٤.

٦. ـــــــــ ، ۱۳۸٦ش، «اوراق بهادار استصناع مکمل بازار سرمایه ایران»، قم: *مجله جستارهای اقتصادی*، ش ۸.

۷. موسوی‌خمینی، سیدروح‌الله، ۱۳۷۲ش، *استفتائات جدید*، قم: انتشارات جامعه مدرسین.

۸. ـــــــــ ، ۱٤۰۱ق، *تحریرالوسیله*، بیروت: دارالتعارف للمطبوعات.

۹. ـــــــــ ، ۱٤۱۵ق، *کتاب البیع*، قم: انتشارات جامعه مدرسین، چهارم.

۱۰. یزدی، سیدکاظم، بی‌تا، *عروةالوثقی*، قم: انتشارات داوری.

www.SID.ir