Archive of SID.ir

شناسایی و تحلیل مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت قابل انتشار در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۶/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۲۵

میلاد عیسائی*
محمد توحیدی**
محمدمهدی فریدونی***

چکیده

در سال‌های اخیر حجم انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران رشد قابل توجهی داشته و این امر حاکی از آن است که توجه بسیاری از شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه معطوف شده است. یکی از الزامات مهم توسعه تأمین مالی از طریق اوراق بهادار، طراحی اوراق متناسب با ویژگی‌های متقاضیان است. با وجود آنکه هیئت مدیره سازمان بورس در سال ۱۳۹۸ دستورالعمل وکالت را تصویب کرده است، متقاضیان تأمین مالی تاکنون از ظرفیت این اوراق استفاده نکرده‌اند؛ درحالی‌که اوراق وکالت سازوکار تأمین مالی پرکاربردی در کشورهای اسلامی است. هدف از این پژوهش، بازطراحی اوراق وکالت با توجه به تجربه انتشار آن در کشورهای اسلامی است. در این راستا با مطالعه قوانین، مقررات و تجارب کشورهای اسلامی منتخب، مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت شناسایی و در سه دسته فقهی، قانونی و اجرایی دسته‌بندی شد. مبتنی بر این مؤلفه‌ها دستورالعمل و مصوبه کمیته فقهی درباره اوراق وکالت آسیب‌شناسی شده و در نهایت راهکارهای اصلاحی ناظر بر دستورالعمل و مصوبه کمیته فقهی ارائه شد.

واژگان کلیدی: *تأمین مالی، اوراق وکالت، اوراق بهادار اسلامی، بازار سرمایه.*
طبقه‌بندی JEL: K22, G23.

*. کارشناس ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام. Emai: miladeasaei@isu.ac.ir
**. دانشیار گروه مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.
Email:tohidi@isu.ac.ir
***. پژوهشگر مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
Email: m.fereydooni@isu.ac.ir

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مقدمه

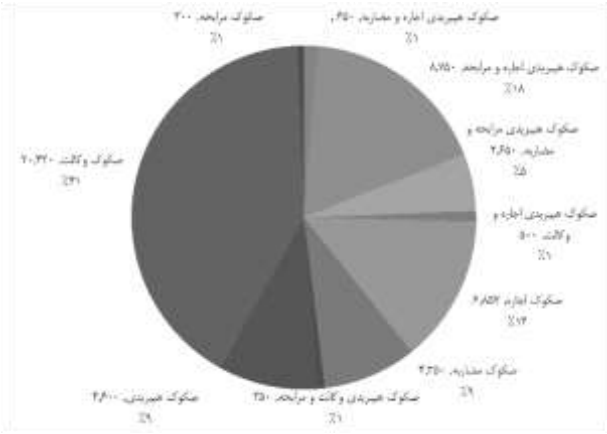
انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی در کنار نظام بانکی نقش مؤثری در تأمین مالی بنگاه‌ها دارد. در این راستا، اوراق وکالت به منظور تأمین مالی بسیاری از شرکت‌ها به کار گرفته شده و در تأمین مالی کوتاه‌مدت و بین‌المللی کاربرد دارد.

در دستورالعمل سازمان بورس، اوراق وکالت این‌گونه تعریف شده است: «اوراق بهادار با نام و قابل نقل‌وانتقالی است که نشان‌دهندهٔ مالکیت مشاع دارندهٔ آن در دارایی‌ها، کالاها، خدمات، پروژه معین یا حقوق و منافع ناشی از انجام فعالیت‌های اقتصادی مشخص است و بر مبنای قرارداد وکالت منتشر می‌شود» (هیئت مدیره سازمان بورس، ۱۳۹۸). اوراق وکالت گواهی‌هایی هستند که توسط بانی و به منظور تأمین مالی جهت تملک، سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها، خدمات و بهبود وضعیت کسب‌وکارها، تأمین سرمایه در گردش شرکت‌ها منتشر گردیده و این اوراق بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آن در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات پایه‌ای اوراق می‌باشد. این تملک و سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار وکیل قرار گرفته تا آنها را از طرف دارندگان اوراق وکالت، مدیریت نماید. در عوض، دارندگان اوراق ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را مورد پذیرش قرار داده و در ازای آن، حق کسب سود ناشی از آنها را به دست می‌آورند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۲، ص۱۰۹-۱۱۰).

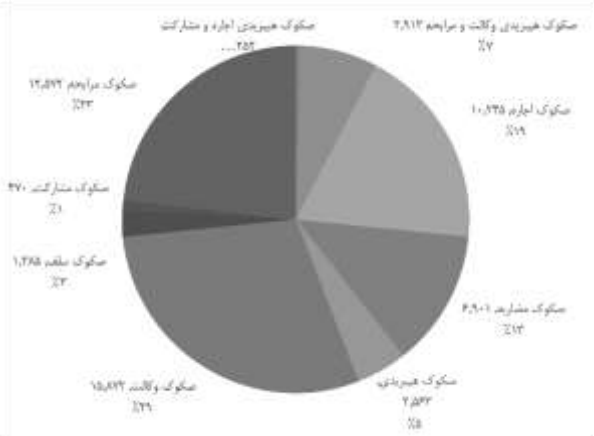
طبق گزارش IIFM (International Islamic Financial Market) در سال ۲۰۲۲، انتشار اوراق وکالت کوتاه‌مدت (زیر ۱۲ ماه) در بازه سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱ حدود ۳۰ درصد از حجم انتشار کل اوراق بهادار اسلامی بوده است؛ همچنین در انتشار اوراق بهادار اسلامی جهت تأمین مالی بین‌المللی، ساختار اوراق وکالت ٤١ درصد از حجم انتشار را به خود اختصاص می‌دهد. با توجه به ساختار منعطف اوراق وکالت و همچنین فراهم‌آوردن امکان استفاده از منابع حاصل از انتشار اوراق وکالت در زمینه‌های مختلف و عدم تفاوت جدی بین مذاهب اسلامی در عقد وکالت، شرکت‌ها و دولت‌ها استقبال خوبی از اوراق وکالت داشته‌اند؛ به‌طوری‌که در سال ۲۰۲۱ بیشترین اقبال جهت انتشار اوراق بهادار اسلامی در سطح داخلی و جهانی مربوط به اوراق وکالت بوده است (IIFM, 2022, pp.41-73).

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



نمودار۱: سهم انتشار هریک از انواع اوراق در بازار اوراق بین‌المللی ـ ارقام به میلیون دلار (IIFM, 2022, p.46).



نمودار۲: سهم انتشار هریک از انواع اوراق در بازار اوراق کوتاه‌مدت - ارقام به میلیون دلار (IIFM, 2022, p.66).

علی‌رغم تصویب دستورالعمل انتشار اوراق وکالت در سال ۱۳۹۸ توسط هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، تاکنون متقاضیان تأمین مالی از ظرفیت این اوراق بهره‌مند نشده‌اند. هدف از انجام این پژوهش بازطراحی اوراق وکالت، ارائه راهکارهای اصلاحی و پیشنهادهای کاربردی ناظر به دستورالعمل انتشار اوراق وکالت است که این مهم با بررسی مؤلفه‌های مهم در انتشار اوراق وکالت در سایر کشورهای اسلامی و از طریق انجام مطالعه تطبیقی اسناد، مدارک و استانداردهای بین‌المللی، روش کتابخانه‌ای و مرور اسنادی و همچنین بهره‌مندی از روش تحلیل مضمون جهت تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها انجام می‌شود.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

پیشینه پژوهش

پیشینه پژوهش در دو بخش داخلی و خارجی ارائه می‌گردد. لازم است ذکر شود در خصوص موضوع طراحی اوراق وکالت، در منابع خارج از کشور مطالعه تطبیقی صورت نگرفته و تنها به جنبه‌هایی از اوراق وکالت و معرفی آن به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی بسنده شده است.

الف) پیشینه داخلی

برخی از مقالات به بررسی اوراق وکالت جهت تأمین مالی صنعتی معین پرداخته‌اند. *موسویان* و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله «اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی» با توجه به ویژگی‌های خاص صنعت پتروشیمی، به ارائه مدل پیشنهادی انتشار اوراق وکالت جهت تأمین مالی شرکت‌های این صنعت پرداختند و راهکارهای مدیریت ریسک را نیز بحث و بررسی کرده‌اند. *قلیچ* (۱۳۹۷) اوراق وکالت را با توجه به انعطاف‌پذیری و قابلیت متنوع‌سازی دارایی‌ها، ابزاری مناسب جهت تأمین مالی بخش کشاورزی می‌داند. وی در مقاله خود الگویی از اوراق وکالت را معرفی می‌کند که مطابق آن، منابع مازاد افراد جمع‌آوری شده و با توجه به عقودی مشخص در اختیار کشاورزان قرار می‌گیرد و در پی آن، سود ثابتی به صورت دوره‌ای به دارندگان اوراق پرداخت می‌گردد. *عربی* و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «صکوک وکالت؛ ابزار مناسب تأمین مالی کارآفرینی دانشگاهی» اوراق وکالت را به عنوان ابزاری کارآمد برای ایجاد سبدی متنوع و کم ریسک در کارآفرینی پیشنهاد دادند. *شیرمردی* و *فطانت‌فرد* (۱۳۹۹) به بررسی کاربرد اوراق وکالت در تأمین مالی مسکن پرداخته‌اند. یافته‌های تحقیق ایشان بیانگر آن است که اوراق وکالت طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلایق سرمایه‌گذران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی؛ همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی می‌تواند به عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شود. *توحیدی* و *حامدی* (۱۴۰۱) ضمن پژوهشی به امکان‌سنجی پیاده‌سازی اوراق بهادار اسلامی قابل‌تبدیل پیش از

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

عرضهٔ اولیهٔ سهام پرداخته‌اند. نتایج تحقیق ایشان گویای آن است که اوراق وکالت ساختار مناسب و منعطفی جهت طراحی اوراق قابل‌تبدیل داشته و ساختار پیشنهادی از نظر فقهی مورد تأیید خبرگان قرار گرفته است. *فریدونی* و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی مدل مناسب جهت انتشار اوراق بهادار اسلامی برای تأمین مالی کسب‌وکارهای کوچک و متوسط در بازار سرمایه ایران می‌پردازند. ایشان ۷ مدل مبتنی بر عقود مختلف طراحی کرده و با استفاده از روش تاپسیس آنها را رتبه‌بندی کرده‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که مدل انتشار اوراق وکالت نسبت به سایر اوراق کارایی بالاتری دارد.

برخی دیگر از مقالات به طراحی اوراق وکالت در جهت تحقق هدف خاصی پرداخته‌اند. *قلیچ* (۱۳۹۷) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی اوراق وکالت دولتی مالزی و ارائه الگویی بومی برای اقتصاد ایران» با استفاده از روش تحلیلی ـ توصیفی و مطالعه میدانی، ضمن معرفی نمونه‌ای از اوراق وکالت دولتی مالزی، ارکان و ساختار عملیاتی این اوراق را بررسی کرده و محدودیت‌های آن را تبیین نموده است. وی در ادامه نتیجه گرفته که با توجه به محدودیت‌های اوراق وکالت دولتی مالزی بنا به ملاحظات فقهی اهل تسنن، می‌توان با استفاده از ظرفیت‌های فقه امامیه، الگوی مذکور را توسعه بخشید و جهت تأمین مالی دولت ایران مورد بهره‌برداری قرار داد.

ب) پیشینه خارجی

مقالات خارجی در رابطه با طراحی اوراق وکالت، عمدتاً به بررسی این ابزار جهت اهداف مختلف تأمین مالی پرداخته‌اند. *مهمت آیدن* (Mehmet Ali Aydin, 2018) در پایان‌نامه خود با عنوان «ابزارهای تأمین مالی در مالی اسلامی» سازوکار انتشار اوراق ایدئال با توجه به اهداف شریعت اسلامی را تشریح کرده است. وی پس از بررسی انتشار اوراق وکالت، ارکان و ساختار آن، نتیجه گرفته که اوراق وکالت ابزاری مناسب برای تأمین مالی دولت است. *آداویش عنکو علی* و همکاران (Adawiah Engku Ali & et al, 2019) در مقاله‌ای با عنوان «طراحی مدل صکوک برای مؤسسات تحصیلات تکمیلی مبتنی بر صکوک وکالت و وقف» به بررسی مدل‌های انتشار اوراق برای تأمین مالی مؤسسات آموزش عالی در مالزی با توجه

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

به عقد وکالت و وقف پرداخته‌اند. در این مطالعه دو مدل انتشار اوراق توصیه شده است. در شرایطی که درآمد حاصل از انتشار اوراق برای فعالیت‌های تجاری استفاده می‌شود، انتشار اوراق وکالت و در حالتی که غیر از فعالیت تجاری است، انتشار اوراق وقف با ویژگی‌های موقت و دائم پیشنهاد شده است. *اولوسوی* و *مهمت ال‌ا* (Ulusoy & Mehmet ELA, 2019) در مقاله‌ای به بررسی دلایل ضعف در بازار ثانوی اوراق وکالت می‌پردازند و پیشنهادهایی برای افزایش عمق بازار ثانوی اوراق ارائه می‌کنند. نتایج این مقاله نشان می‌دهد که کمبود عرضه، فرهنگ نگهداری تا سررسید (Hold to maturity)، محدودیت‌های شرعی، عدم استانداردسازی، نامناسب‌بودن پلتفرم‌های معامله‌گری، تعداد پایین اوراق دارای رتبه اعتباری و عدم فروش اولیه اوراق به سرمایه‌گذاران خرد از دلایل ضعف بازار ثانوی اوراق وکالت است. نویسندگان پیشنهاد می‌کنند که جهت بهبود بازار ثانوی اوراق وکالت، استانداردسازی بیشتری صورت گرفته و از رتبه‌بندی اعتباری مناسب بهره گرفته شود. *فرهند* و همکاران (Farhand & et al, 2020) در مقاله‌ای با عنوان «استفاده از اوراق وکالت برای صنایع پسماند» به ارائه راهکارهایی مبتنی بر استفاده و انتشار اوراق وکالت برای تأمین مالی انرژی و صنعت بازیافت و پسماند پرداخته‌اند. این مقاله نتیجه‌گیری کرده است که اوراق وکالت می‌تواند یک منبع تأمین مالی برای تهیه فناوری صنعت پسماند باشد و سبب افزایش کارایی و کارآمدی شرکت‌های این صنعت شود.

همان‌طورکه مشخص است، تحقیقات انجام‌شده در خصوص اوراق وکالت بیشتر ناظر به استفاده از این اوراق در تأمین مالی صنایع مختلف بوده است و تاکنون پژوهشی در رابطه با بازطراحی ساختار اوراق وکالت انجام نشده است.

مبانی نظری پژوهش

روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی، بر اساس ماهیت و روش، توصیفی ـ تحلیلی و بر اساس نوع داده‌ها از نوع کیفی است. در گام اول و با استفاده از روش اسنادی و کتابخانه‌ای، تمامی اسناد، مدارک، کتب، مقالات، گزارش‌ها، قوانین و مقررات مربوط به انتشار اوراق وکالت در

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

کشورهای اسلامی منتخب به منظور آماده‌سازی ادبیات پژوهش و استخراج تمامی مؤلفه‌های مهم در امر بازطراحی اوراق وکالت، مطالعه و مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت استخراج شد. در این مرحله تمامی مؤلفه‌ها به منظور صحت‌سنجی و اخذ تأییدیه، به خبرگان فقهی و اجرایی بازار سرمایه ارائه شد. در گام بعد با استفاده از روش پیمایشی، سایر مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت از طریق انجام مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با خبرگان بازار سرمایه جمع‌آوری گردید. در مرحله بعد، برخی مؤلفه‌های مهم حاصل از مصاحبه با خبرگان فقهی و اجرایی نیز به مؤلفه‌های اولیه اضافه گردید و در نهایت، تمامی مؤلفه‌های مهم و مستخرج بر اساس نظر خبرگان، تکمیل و تأیید نهایی شدند. در مرحله بعد، کدگذاری و تحلیل مضمون مصاحبه‌ها انجام و مضامین پایه، سازمان‌دهنده و فراگیر استخراج گردید. در نهایت تمامی بندهای پیشنهادی ناظر بر اصلاح و ارتقای دستورالعمل انتشار اوراق وکالت ضمن ارائه به خبرگان حقوقی، مورد ارزیابی و اصلاح قرار گرفته و توسط ایشان تأیید گردید. در شکل زیر مراحل انجام تحقیق نشان داده شده است.

نمودار٤: مراحل انجام روش تحقیق



Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول۱: مشخصات خبرگان فقهی و اجرایی (مصاحبه‌شونده)

دسته‌بندی خبرگان		سمت و شغل	تحصیلات
خبرگان فقهی	۱	رئیس کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	دکتری
	۲	عضو کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	دکتری
	۳	عضو کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	دکتری
	٤	عضو کارگروه فرعی کمیته فقهی سازمان بورس	دکتری
	٥	مدیر حقوقی سابق سازمان بورس و اوراق بهادار	دکتری
خبرگان اجرایی	۱	رئیس ادارهٔ نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی	کارشناسی ارشد
	۲	معاون تأمین مالی تأمین سرمایه کیمیا	دکتری
	۳	معاون تأمین مالی تأمین سرمایه نوین	کارشناسی ارشد
	٤	مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه تمدن	کارشناسی ارشد
	٥	کارشناس مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی	کارشناسی ارشد
خبرگان حقوقی	۱	رئیس اداره مطالعات راهبردی بازار سرمایه سازمان بورس	کارشناسی ارشد
	۲	کارشناس اداره مطالعات راهبردی بازار سرمایه سازمان بورس	کارشناسی ارشد
	۳	مدیر حقوقی شرکت فرابورس ایران	کارشناسی ارشد
	٤	کارشناس ارشد اداره مطالعات مالی اسلامی سازمان بورس	کارشناسی ارشد

بررسی مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت در کشورهای اسلامی

جهت بررسی و استخراج مؤلفه‌های مهم در بازطراحی ساختار اوراق وکالت، ابتدا به ساختار اوراق وکالت در کشورهای اسلامی و سپس به استانداردهای ناظر بر این اوراق پرداخته خواهد شد.

۱. بررسی ساختار اوراق وکالت در کشورهای اسلامی

مدل حقوقی مرسوم در کشورهای اسلامی با مدل اجراشده در ایران تفاوت‌هایی دارد. تفاوت‌های مذکور در جدول ذیل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول۲: تفاوت مدل انتشار اوراق وکالت در ایران با کشورهای اسلامی

	مدل کشورهای اسلامی	مدل مطابق دستورالعمل در ایران
سررسید اوراق	وکیل سرمایه‌گذاری‌های خود را نقد کرده و به دارندگان اوراق پرداخت می‌نماید.	وکیل (بانی) سرمایه‌گذاری‌ها را بازخرید می‌نماید.
ماهیت سود	سود حاصل از دارایی‌ها به صورت دوره ای به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود.	سود می‌تواند قطعی، علی‌الحساب یا ترکیبی از این دو حالت باشد.
سود مازاد	سود مازاد بر سود انتظاری در صورت تأیید امین، به بانی تعلق خواهد گرفت.	سود قطعی پس از محاسبه باید به بانی پرداخت شود.
امکان تبدیل به سهام	امکان تبدیل اوراق به سهام بانی یا یکی از شرکت‌های زیرمجموعه آن وجود دارد.	امکان تبدیل اوراق به سهام بانی وجود ندارد.

۲. استانداردهای بین‌المللی اوراق وکالت

در جهت استخراج مؤلفه‌های مهم فقهی، عملیاتی و اجرایی در بازطراحی اوراق وکالت، مقررات مربوط به اوراق وکالت در شورای شریعت کمیسیون اوراق بهادار مالزی (Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia (SAC))، سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOFI)) و هیئت خدمات مالی اسلامی (Islamic Financial Services Board (IFSB)) بررسی و استخراج شد. در جدول زیر استانداردهای این سه مؤسسه با یکدیگر مقایسه شده است.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول۳: استانداردهای اوراق وکالت

موضوع	نهاد تصویب‌کننده	متن استاندارد
کارمزد وکیل	IFSB	وکیل مستحق دریافت حق‌الوکاله ثابت از قبل توافق‌شده است. این مبلغ صرف‌نظر از اینکه سود واقعی کمتر، مساوی یا بیشتر از سود مورد انتظار باشد و یا عملیات وی همراه با زیان باشد، تعیین می‌شود. کارمزد وکیل را به دو صورت می‌توان پرداخت نمود: شیوه اول آنکه، هرگونه سود مازاد بر نرخ سود مورد انتظار به وکیل برسد و شیوه دوم نیز آن است که کارمزد ثابت و از پیش توافق‌شده کارمزد وکیل باشد (IFSB, 2021, p.188).
	AAOFI	حق‌الزحمه نماینده یا باید مبلغ ثابتی باشد یا درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری تعیین گردد؛ همچنین درصد مذکور می‌تواند به یک شاخص معتبر جهانی ـ که برای دو طرف شناخته‌شده باشد ـ متصل شود؛ لذا لازم است حداقل و حداکثر حق‌الزحمه تعیین شود. در صورتی که کارمزد در قرارداد مشخص نشده باشد، نماینده مستحق دریافت حق‌الزحمه‌ای خواهد بود که در بازارهای مربوطه رایج است. موکل موظف است حق‌الزحمه نماینده سرمایه‌گذاری را طبق زمان و نحوه مقرر پرداخت نماید و در پرداخت این مبلغ دیرکرد نداشته باشد و همچنین مشروط به بازده سرمایه‌گذاری نکند. نماینده می‌تواند علاوه بر حق‌الزحمه خود، دریافت تمام یا قسمتی از مبلغ بیش از سود مورد انتظار را قید نماید. مبلغ و مدت سرمایه‌گذاری صرف‌نظر از اینکه مبلغ به صورت مقطوع یا اقساطی پرداخت شود، بایستی تعیین گردد؛ همچنین در صورت توافق طرفین برای فسخ برای مدت معین، در قرارداد جایز است که حق یکی از طرفین در فسخ یک‌طرفه قرارداد در شرایط خاص قید شده و کارمزد وکیل نیز متناسب با کاهش مدت‌زمان قرارداد، کاهش یابد (AAOIFI, 2017, pp.1120-1126).
تعیین نماینده فرعی	AAOFI	نماینده سرمایه‌گذاری مجاز به تعیین نماینده فرعی برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نیست، مگر برای فعالیت‌های خارج از حوزه تخصصی خود یا مواردی که معمولاً خارج از ظرفیت نماینده یا کارکنان آن است و موکل بایستی در خصوص انعقاد قرارداد فرعی به نماینده اجازه دهد. نماینده فرعی که توسط نماینده اول و با رضایت موکل منصوب می‌شود، نمی‌تواند

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

		توسط نماینده عزل شود، بلکه می‌تواند توسط موکل عزل شود (AAOIFI, 2017, pp.1123-1124).
نحوه مصرف منابع	IFSB	وکیل می‌تواند وجوه حاصل از انتشار اوراق وکالت را در موارد منطبق با شریعت سرمایه‌گذاری نماید. نکته مهم آن است که معاملات بایستی مطابق با شریعت باشد (IFSB, 2021, p.189).
تضمین اصل و سود اوراق وکالت	IFSB	جایز نیست وکیل در مقابل ضرر و زیان و یا سود مورد انتظار تعهد دهد؛ اما شخص ثالث می‌تواند تبرعاً چنین تعهدی دهد. در این حالت، شخص ثالث که متعهد شده است، بایستی دارای رتبه اعتباری بهتر از وکیل باشد و این تعهد نیز غیر قابل فسخ و قابل پرداخت است (Ibid).
	AAOFI	ترکیب وکالت و ضمانت‌های شخصی در یک عقد و در یک زمان جایز نیست (یکی از طرفین همزمان به عنوان وکیل و ضامن عمل کند)؛ چراکه چنین ترکیبی با ماهیت این قراردادها در تعارض بوده و تضمینی که توسط نماینده ارائه می‌شود، معامله را به قرض ربوی تبدیل می‌کند؛ اما اگر در عقد وکالت ضمانت پیش‌بینی نشده باشد و نماینده به‌طور داوطلبانه و مستقل از عقد وکالت به موکل خود ضمانت دهد، نماینده با سمتی متفاوت از وکالت ضامن می‌شود. در این صورت چنین وکیلی حتی در صورت برکناری از وکالت، ضامن خواهد بود (AAOIFI, 2017, p.617). چنانچه ضمانتی در قرارداد نمایندگی (وکالت) مقرر نشود، نماینده (وکیل) می‌تواند به‌طور داوطلبانه ضمانتی را برای مدیران فراهم آورد (مستقل از قرارداد وکالت). در این صورت اگر این نماینده (وکیل) حتی اگر از کار خود کنار گذاشته شود، مسئولیت قبل را خواهد داشت (استاندارد ۲۳ AAOIFI).
	SAC	شورای شریعت کمیسیون اوراق بهادار مالزی در خصوص ارائه اصل شرعی برای ضمانت در ساختار اوراق وکالت، استفاده از قرارداد کفالت را مجاز دانسته است. ضمانت می‌تواند با هزینه و یا بدون هزینه انجام شود. نکته مهم در خصوص استفاده از کفالت در اوراق وکالت، آن است که بایستی جدا از قرارداد اوراق وکالت اجرا شود که از این طریق، هرگونه فسخ قرارداد احتمالی، بر قرارداد کفالت تأثیری نداشته باشد (شورای شریعت کمیسیون اوراق بهادار مالزی، ۲۰۲۲، ص۹۱). شرکت مادر یا زیرمجموعه شرکت ناشر اوراق نمی‌تواند اصل و سود اوراق وکالت را

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

		تضمین کند؛ چراکه این شرکت‌ها مالکیت کامل یا اکثریت سهام را داشته و با یکدیگر مرتبط هستند؛ بااین‌حال، این نوع شرکت‌ها تنها پرداخت مبالغ را پس از انحلال اوراق می‌توانند ضمانت کنند (همان، ص۹۴-۹۶).
دارایی‌های مبنای انتشار	IFSB	استخر دارایی‌ها ممکن است شامل طیف وسیعی از دارایی‌های منطبق با شریعت باشد که توسط وکیل برای مدت مشخصی انتخاب می‌شود. دارایی‌های مورد نظر عبارت‌اند از: سهام، املاک، خودرو و ... که حاصل از عقود مختلفی چون مرابحه، استصناع و یا سایر عقود هستند (IFSB, 2021, p.212).
امکان تبدیل اوراق وکالت به سهام	IFSB	امکان تبدیل اوراق وکالت به سهام با توجه به شرایط مندرج در قرارداد وجود خواهد داشت و ذکر آن در قرارداد الزامی است تا از غرر جلوگیری شود (Ibid, p.9).
	SAC	تبدیل اوراق وکالت به سهام حتی در حالتی که نسبت غلبه دارایی‌های عینی ۳۳ درد باشد، مجاز شمرده شده است (The 229th Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia Meeting (24 February 2020)).
افشای اطلاعات	IFSB	هویت کامل وکیل، موضوع سرمایه‌گذاری انتشار اوراق وکالت، هویت اشخاص ثالث در صورت تضمین سرمایه یا سود یا وجود قرارداد کفالت بایستی افشا گردد و رابطه آن با متعهد و ناشر نیز تبیین شود. مبلغ ضمانت و سایر الزامات، سیاست‌ها و چارچوب‌های سرمایه‌گذاری، حق‌الوکاله معمولی و تشویقی و روش محاسبه آن باید افشا شود (IFSB, 2021, p.19).
بازخرید اوراق	AAOFI	مدیر سرمایه‌گذاری، شریک یا وکیل (نماینده) اجازه ایفای تعهدات متعهد و بازخرید دارایی‌ها از دارندگان اوراق را ندارند. انجام فرایند تعهد خرید بر اساس ارزش خالص دارایی‌ها، ارزش بازار، ارزش منصفانه یا قیمتی توافقی در زمان خرید واقعی آنها مجاز است (AAOIFI, 2017, p.1127).
حساب ذخیره سود	AAOFI	«ایجاد یک حساب ذخیره به منظور پوشش چنین کمبودهایی مجاز است»؛ همچنین در استاندارد شماره ٤٦ اشاره شده است که «نماینده (وکیل) مجاز است که با رضایت مالک، بخشی از سود را برای ایجاد حساب اندوخته، کنار بگذارد» (Ibid, p.1122).
جبران و پرداخت غرامت	SAC	چنانچه موارد ذیل در اوراق وکالت رخ دهد، پرداخت غرامت الزامی است:

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

		✓ وکیل به دلیل عدم توزیع سود محقق‌شده در تاریخ توافق‌شده به دارندگان اوراق، وظیفه امانتداری خود را به عنوان مدیر سرمایه‌گذاری نقض کند؛ ✓ در پرداخت مبالغ اصل سرمایه در موعد سررسید اوراق و پس از انحلال قرارداد وکالت، تأخیر داشته باشد (شورای شریعت کمیسیون اوراق بهادار مالزی، ۲۰۲۲، ص۵).
تأمین کسری سود	SAC	شورای شریعت در خصوص جبران سود پرداختی به دارندگان اوراق وکالت در صورتی که سود انتظاری از سود محقق‌شده کمتر باشد، پیشنهاد پیش‌پرداخت قرض از طرف بانی به دارندگان اوراق را داده است (همان، ص۱۳۱).
تعلق سود مازاد به وکیل	SAC	دارندگان اوراق وکالت، مطابق قاعده تنازل، از دریافت سود مازاد خود به نفع وکیل چشم‌پوشی کرده و آن را به عنوان کارمزد تشویقی برای وکیل در امر مدیریت سرمایه در نظر می‌گیرند. منظور از تنازل حق (اسقاط حق) آن است که شخص از حقوق قانونی خود به نفع شخص دیگری گذشت کند (همان، ص۱۳۲-۱۳۳).
	SAC	دارندگان اوراق می‌توانند از حقوق خود در قرارداد وکالت چشم‌پوشی کنند (SC, 2015).
	AAOFI	چشم‌پوشی از سود مازاد بر اساس هبه معلقه صحیح است (AAOIFI, 2017).

استخراج مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت

بر اساس مضامین استخراج‌شده، مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت به سه دسته مؤلفه‌های فقهی، قانونی و اجرایی تقسیم‌بندی شدند. در ادامه به بررسی این مؤلفه‌ها پرداخته می‌شود.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول٤: مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت از منظر خبرگان (یافته‌های پژوهش)

مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین فراگیر
اصلاح محاسبه مالیات مضاعف و هماهنگی با سازمان امور مالیاتی	الزامات و مؤلفه‌های قانونی	مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت از منظر خبرگان
تعیین رکن ناظر شرعی و ناظر ریسک		
تعیین سقف و نظارت بر کارمزد ارکان نظارتی در اوراق وکالت		
کاهش فواصل زمانی گزارش امین درباره عملکرد بانی		
امکان تبدیل اوراق وکالت به سهام شرکت بانی		
اصلاح بندهای مربوط به معرفی شرکت‌های حائز شرایط جهت انتشار اوراق وکالت		
تبیین فقهی امکان بازخرید دارایی‌های مبنای انتشار در سررسید به مبلغ اسمی یا ارزش روز	الزامات و مؤلفه‌های فقهی	
امکان ضمانت اصل سرمایه دارندگان اوراق در اوراق وکالت از نظر فقهی		
امکان ضمانت سود سرمایه دارندگان اوراق در اوراق وکالت از نظر فقهی		
امکان‌سنجی فقهی تخصیص سود مازاد به عنوان کارمزد تشویقی وکیل		
امکان سرمایه‌گذاری مستقیم وکیل	الزامات و مؤلفه‌های اجرایی	
جریمه عدم رعایت زمان‌بندی ارائه گزارش بانی به ارکان نظارتی		
ایجاد حساب ذخیره سود		
تبیین ترتیب ارائه و تسلیم انواع قراردادها به سازمان بورس و اوراق بهادار		
امکان جایگزینی دارایی‌ها در استخر دارایی‌های مبنای انتشار		
نحوه تشکیل سبد سرمایه‌گذاری توسط وکیل و گزارشگری آن		

الف) الزامات و مؤلفه‌های قانونی

۱. اصلاح محاسبه مالیات مضاعف و هماهنگی با سازمان امور مالیاتی

مطابق قانون هزینه‌های قابل قبول برای تشخیص درآمد مشمول مالیات، عبارت است از هزینه‌هایی که در حدود متعارف متکی به مدارک بوده و منحصراً مربوط به تحصیل درآمد شرکت در دوره مالی مربوط با رعایت حد نصاب‌های مقرر باشد. در اوراق وکالت بانی پس از جمع‌آوری وجوه، مبالغ را به زیرمجموعه‌های خود اختصاص می‌دهد. سازمان امور مالیاتی،

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

هزینه مالی ناشی از انتشار اوراق وکالت را برای بانی به عنوان یکی هزینه قابل قبول مالیاتی می‌پذیرد؛ اما هزینه مالی تأمین مالی برای شرکت زیرمجموعه که از طرف بانی (وکیل) مبالغ به او تخصیص داده می‌شود، مورد قبول سازمان امور مالیاتی نیست؛ به عبارت دیگر سازمان امور مالیاتی، هزینه مالی سود اوراق وکالت را برای شرکت زیرمجموعه به عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی به حساب نمی‌آورد. این موضوع موجب عدم بهره‌مندی شرکت زیرمجموعه از سپر مالیاتی (Tax shield) و به نوبه خود سبب کاهش جذابیت این اوراق برای بانیان خواهد شد.

۲. تعیین رکن ناظر شرعی و ناظر ریسک

۲-۱. رکن ناظر ریسک

در اوراق وکالت، بانی اختیار عمل زیادی در مصرف منابع حاصل از انتشار اوراق وکالت دارد. این ریسک‌ها در موارد زیر خلاصه می‌شود؛

الف) ریسک کژگزینی: ریسک کژگزینی به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی قبل از معامله وجود می‌آید. در بازارهای مالی ریسک کژگزینی هنگامی به وجود می‌آید که قرض‌گیرنده‌ای که احتمال نکول بالایی دارد، تلاش زیادی برای اخذ وام کرده و وام به وی تخصیص یابد (Mishkin, 2016, p.181). ازآنجاکه در اوراق وکالت بانی (وکیل)، منابع حاصل از انتشار اوراق وکالت را به بنگاه‌های مختلف تخصیص می‌دهد این احتمال وجود دارد که بنگاه‌هایی که وضعیت مالی مناسبی ندارند، جهت اخذ این تسهیلات تلاش بیشتری نموده و منابع مالی به این بنگاه‌های پرریسک تخصیص یابد؛ ازاین‌رو ناظر ریسک در مرحله تخصیص منابع نیاز است وضعیت اعتباری بنگاه‌ها را پایش نماید.

ب) ریسک کژمنشی: ریسک پس از انجام معامله رخ می‌دهد و هنگامی است که تأمین مالی‌شونده در فعالیت‌هایی وارد شود که از نگاه تأمین‌مالی‌کننده به دلیل کاهش احتمال بازپرداخت، مطلوب نیست؛ برای مثال در پروژه‌های پرریسک و با بازده بالا وارد می‌شود (Ibid). جهت اجتناب از این مشکل ناظر ریسک باید پس از تخصیص منابع بر نحوه استفاده از وجوه توسط تأمین‌مالی‌شونده و انطباق آن با تعهدات وی، نظارت نماید.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۲-۲. رکن ناظر شرعی

ریسک شرعی یکی از دیگر از ریسک‌های مرتبط با اوراق وکالت است. نظارت بر نحوه انعقاد قرارداد با شرکت‌های تابعه ـ از نظر رعایت مباحث شرعی و حقوقی قرارداد ـ و سنجش ریسک شرکت‌های زیرمجموعه ـ از نظر محاسبه نیاز تأمین مالی شرکت با مبلغ مورد درخواست و همچنین ارزیابی اقتصادی و مالی طرح توسعه و نرخ بازده داخلی طرح ـ اهمیت بالایی دارد. با توجه به مصوبه کمیته فقهی درباره اوراق وکالت، مشخص است که سازوکاری جهت انجام نظارت شرعی بر صحت قراردادهای ثانویه، جایگزینی قراردادها و جابه‌جایی دارایی‌های مبنای انتشار پیش‌بینی نشده است. این در حالی است که مطابق مطالعات تطبیقی صورت‌پذیرفته در کشورهای اسلامی و همچنین مصاحبه‌های انجام‌شده با خبرگان بازار سرمایه، لزوم اجرای نظارت شرعی بر صحت قراردادها و جایگزینی دارایی‌های مبنای انتشار و قراردادهای ثانویه توسط ناظر شرعی که متشکل از اعضای کمیته فقهی و مدیر حقوقی سازمان بورس باشند، احراز گردید؛ بنابراین جهت اجتناب از ریسک شرعی، پیشنهاد می‌شود که در ارکان اوراق وکالت رکن ناظر شرعی نیز قرار گیرد. ناظر شرعی موظف است در فواصل زمانی معین، گزارشی در رابطه با انطباق عملکرد بانی با موازین شرعی گزارشی به کمیته فقهی سازمان ارائه نماید.

۳. تعیین سقف و نظارت بر کارمزد ارکان نظارتی در اوراق وکالت

مدیریت و کاهش هزینه‌های انتشار اوراق وکالت به دلیل وجود ارکان بیشتر مانند امین بیشتر از سایر اوراق است؛ همچنین اگر ارکان دیگری مانند ناظر ریسک و ناظر شرعی نیز اضافه شوند، نرخ تأمین مالی افزایش خواهد یافت و جذابیت انتشار اوراق وکالت را برای متقاضیان آن کاهش می‌دهد. استفاده از قراردادهای بلندمدت همکاری با رکن امین، استفاده از تخفیف قراردادی و همچنین تعیین کارمزد ارکان نظارتی اوراق مطابق عملکرد هر کدام از ارکان، ضمن اخذ موافقت شورای عالی بورس و ارائه ابلاغیه و آیین‌نامه اجرایی از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار، می‌تواند راهکارهایی جهت کاهش هزینه تأمین مالی اوراق باشند.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

٤. کاهش فواصل زمانی گزارش امین درباره عملکرد بانی

مطابق دستورالعمل اوراق وکالت امین هر شش ماه یک‌بار باید در رابطه با عمکرد بانی گزارش دهد. طولانی‌بودن مدت ارائه گزارش اظهارنظر امین نسبت به سود ایجادشده و عملکرد بانی، ریسک‌هایی برای سرمایه‌گذاران ایجاد خواهد کرد؛ از جمله آنکه، ممکن است در این مدت، بانی نسبت به مصرف منابع در مسیرهایی به غیر از موارد اشاره‌شده در گزارش توجیهی اقدام کند. با توجه به وجود ریسک‌های متعدد در اوراق وکالت نیاز است فواصل تهیه گزارش توسط امین به سه ماه کاهش یابد.

٥. افزایش جذابیت اوراق وکالت از طریق اعمال اختیار تبدیل به سهام بانی

اوراق وکالت منتشره در سایر کشورهای اسلامی قابلیت تبدیل به سهام شرکت بانی را دارند. این اختیار موجب افزایش جذابیت اوراق سرمایه‌گذاران می‌شود. با توجه به وجود مصوبه شورای عالی بورس درباره امکان تبدیل اوراق اجاره به سهام شرکت بانی (شورای عالی بورس، ۱۳۹۰/ هیئت مدیره سازمان بورس، ۱۳۹۰) و همچنین آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (هیئت وزیران، ۱۳۹۸)، امکان تبدیل اوراق به سهام شرکت بانی فراهم شده است. پیشنهاد می‌شود که این امکان به اوراق وکالت نیز افزوده شود؛ به‌نحوی‌که بانی اختیار تبدیل اوراق به سهام خود یا یکی از شرکت‌های زیرمجموعه خود را در ساختار اوراق اضافه کند.

٦. اصلاح بندهای مربوط به معرفی شرکت‌های حائز شرایط جهت انتشار اوراق وکالت

در مصوبه کمیته تخصصی فقهی در رابطه اوراق وکالت شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های هلدینگ و شرکت‌های پروژه‌محور به عنوان شرکت‌های متقاضی انتشار اوراق وکالت معرفی شده‌اند. این در حالی است که این اوراق قابل استفاده برای انواع شرکت‌های تولیدی، خدماتی و مالی است.

ب) الزامات و مؤلفه‌های فقهی

١. تبیین فقهی امکان بازخرید دارایی‌های مبنای انتشار در سررسید به ارزش روز

در مدل‌های متعارف در کشورهای اسلامی بانی در سررسید تمامی دارایی‌های دارندگان اوراق را می‌خرد. در مدل متعارف بانی به ناشر تعهد می‌دهد که در آینده یا در صورت وقوع اتفاقی خاص (در صورت انحلال، نکول یا اعمال حق ابطال اوراق توسط سرمایه‌گذار) تمامی

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

حقوق دارندگان اوراق را خریداری خواهد کرد و دارندگان اوراق نیز تعهد می‌دهند در صورت درخواست بانی به بازخرید اوراق، آن را به سرمایه‌گذار به فروش رسانند. بانی این دارایی‌ها را به ارزش اسمی از سرمایه‌گذاران خریداری خواهد نمود؛ بنابراین پس از خرید دارایی‌ها توسط بانی ارزش اسمی اوراق به سرمایه‌گذاران پرداخت خواهد شد (ISRA, 2017, p.415). همچنین این امکان وجود دارد تا بانی استخر دارایی‌های مبنای انتشار اوراق به قیمت روز از دارندگان اوراق خریداری نماید. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار پیش از این اختیار معامله را تأیید کرده است (کمیته فقهی سازمان بورس، ۱۴۰۱، ص۳۸۴)؛ اما در رابطه با اختیار خرید دارایی‌ها به ارزش روز اظهارنظری نکرده است.

۲. امکان ضمانت اصل سرمایه دارندگان اوراق وکالت از نظر فقهی

در صورتی که عملکرد رکن وکیل در اوراق وکالت ضعیف بوده و با قصور، کاستی، اهمال‌کاری و یا سایر رخدادهای ناگوار ـ چه در حیطه کاری رکن وکیل و چه در زمینه اقتصاد کلان ـ همراه شود، امکان اتلاف اصل سرمایه دارندگان اوراق وکالت وجود دارد؛ لذا ممکن است دارندگان اوراق وکالت علاوه بر اینکه سودی از بابت سرمایه‌گذاری در این اوراق نبرند، همه یا بخشی از اصل سرمایه خود را نیز از دست بدهند. جهت پوشش این ریسک ضمانت اصل سرمایه در اوراق وکالت با چالش مواجه است. با توجه به ماهیت عقد وکالت، برخی ضمانت را خلاف ماهیت و مضمون کلی آن می‌دانند. برخی دیگر از فقیهان شرط ضمان سرمایه را موجب بطلان قرارداد می‌دانند؛ زیرا صحت شرط با صحت عقد منافات دارد؛ چون از جهتی اقتضای ذات عقد در این است که سرمایه‌پذیر ضامن سرمایه نباشد. از جهت دیگر، اقتضای ذات شرط، بر فرض صحت، در این است که سرمایه‌پذیر ضامن باشد. در نتیجه شرط موجب بطلان قرارداد می‌شود. این نظریه به مشهور فقهای امامیه نسبت داده شده است (کاشف‌الغطاء، ۱۴۲۶ق، ج۴، ص۱۸).

در فقه امامیه بیشتر کسانی که به مفهوم عرفی شرط ضمان توجه کرده‌اند، از لحاظ شرعی مانعی برای نفوذ آن نیافته‌اند و ناگزیر با وجود اینکه از نظر مشهور نیز حمایت کرده‌اند، شرط ضمان سرمایه به مفهوم عرفی را هم به استناد قاعده شروط صحیح دانسته‌اند (موسوی بجنوردی، ۱۴۲۶ق، ج۳، ص۲۴۴)؛ زیرا مفهوم عرفی شرط ضمان سرمایه تعهد سرمایه‌پذیر به

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جبران خسارت وارد بر سرمایه در قبال سرمایه‌دهنده است. چنین شرطی با ادله شرعی در تعارض نیست؛ چون این تعهد نوعی شرط فعل مباح است و به استناد قاعده شروط و قاعده سلطه نافذ است؛ بنابراین به نظر می‌رسد اختلاف صاحبنظران در حکم شرط ضمان سرمایه ناشی از اختلاف آنان در مفهوم شرط ضمان است که لازم است مقصود طرفین و عرف از مفهوم شرط مشخص شود (باریکلو، ۱۳۸۹، ص۱٤). ضمان ناشی از شرط به هیچ‌کدام از معانی ضمان (ضمان قهری به معنای حرمت تصرف در مال مضمون‌به و لزوم رد آن به مالک و ضمان عقدی به معنای به ذمه‌گرفتن مال کلی) نیست؛ بلکه عبارت از تعهدکردن سرمایه‌پذیر به جبران خسارت احتمالی وارد بر سرمایه است. این مفهوم از ضمان، شرط فعلی است که سرمایه‌پذیر ملتزم می‌شود که اگر اتلاف سرمایه رخ داد، خسارت وارد بر سرمایه‌دهنده را جبران کند که به استناد قاعده شروط نافذ است؛ زیرا به استناد این قاعده، اصل صحت هر توافق و شرطی است که در ضمن عقد درج می‌شود مگر اینکه دلیلی بر ممنوعیت آن اقامه شود (همان، ص۲۱).

ضمانت اصل می‌تواند توسط شخص ثالث، بانی (شرکت‌های زیرمجموعه بانی) انجام شود. با توجه به مصوبه کمیته فقهی درباره اوراق وکالت که سال ۱۳۹۷ ابلاغ گردیده است، نظر این کمیته درباره امکان ضمانت اصل سرمایه دارندگان اوراق وکالت ارائه نشده و به نوعی این مورد مسکوت مانده است؛ لذا لازم است این موضوع، مورد بررسی کمیته فقهی قرار گیرد.

۳. امکان ضمانت سود دارندگان اوراق وکالت از نظر فقهی

اوراق وکالت از جمله اوراقی است که دارای سود علی‌الحساب بوده و لذا مانند اوراق با ماهیت عقود مبادله‌ای سود مشخص و ثابتی نداشته و مستلزم محاسبه سود واقعی آن در پایان دوره است. ضمانت سود در اوراق وکالت موجب افزایش مطلوبیت و جذابیت آن و پیش‌بینی پذیر شدن جریانات نقد حاصل از اوراق می‌شود. از سه مدل می‌توان سود را در اوراق وکالت ضمانت نمود:

۱. **هبه‌کردن کسری سود توسط بانی به دارندگان اوراق:** در اوراق وکالت رابطه بانی و دارنده اوراق بسیار شبیه به رابطه بین بانک (به عنوان وکیل) و سپرده‌گذار (به عنوان موکل) در نظام بانکداری جمهوری اسلامی ایران است؛ بنابراین می‌توان

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

قواعد فقهی موجود درباره نحوه ضمانت سود علی‌الحساب سپرده‌گذاران (به عنوان موکل) در نظام بانکداری بدون ربا در جمهوری اسلامی ایران را به ضمانت سود علی‌الحساب دارندگان اوراق وکالت (به عنوان موکل) در بازار سرمایه تعمیم داد. در این زمینه بانی خود تعهد می‌کند در صورتی که سود حاصل از استخر دارایی از سود انتظاری کمتر شد، کسری سود را از منابع خود جبران نماید. ازآنجاکه بانک (به عنوان وکیل)، وکیل در به‌کارگیری صحیح منابع سپرده‌گذاران (به عنوان موکل) است، با تعیین سود تضمین‌شده به نوعی ضمانتی بر حسن انجام کار خود داده است و چنانچه سود قطعی کمتر از سود تضمین‌شده شود، وکیل ملزم به جبران مابه‌التفاوت از منابع خود خواهد بود؛ لذا این تضمین می‌تواند در قالب «شرط ضمن قرارداد» قید شود و از این حیث سود تضمین‌شده دارای مشروعیت می‌شود. با توجه به قاعده سلطه و قاعده شروط و عقلایی‌بودن شرط تعیین سود، چنین شرطی با قواعد حقوق اسلام در تعارض نیست؛ زیرا طرفین قرارداد قصد تعیین سود قابل پیش‌بینی را کرده‌اند که چنین امری با توجه به قاعده سلطه و شروط کاملاً مجاز و مشروع است (باریکلو، ۱۳۸۷، ص۱۰۳).

۲. **تضمین سود توسط شخص ثالث:** جهت تضمین سود علی‌الحساب دارندگان اوراق وکالت می‌توان از شرط ضمن عقدی با محتوای ضمان استفاده کرد که مطابق آن، نهاد یا شرکت ثالثی حداقلی از سود را تضمین نمایند. به بیان دیگر شخص ثالثی مانند شرکت‌های بیمه عهده‌دار تضمین سود برای موکلان شوند که در این حالت تضمین شخص ثالث خللی به نقش وکالت بانک وارد نمی‌سازد و از لحاظ فقهی کاملاً مشروع و صحیح است (موسویان و قلیچ، ۱۳۹۹، ص٦٤٦). شرط ضمان در سود تضمین‌شده به مفهوم ضمان عقدی نیست که مال مورد ضمان از ذمه شخصی به ذمه ضامن نقل شود؛ چراکه رابطه سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذار رابطه مدیون و دائن نیست؛ همچنین این ضمان، ضمان ناشی از قاعده علی‌الید هم نیست؛ چون اولاً هنوز سودی محقق نشده است تا ید سرمایه‌پذیر بر آن قرار گیرد و ثانیاً رابطه موجود رابطه مالک و متصرف بر قاعده ید نیست؛ بنابراین، مراد از شرط

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

تضمین ضمان عقدی و قهری نیست؛ بلکه تعهد ضامن بر کسب سود تعیین‌شده، توسط بانی است. پس روشن است که مراد از شرط، شرط نتیجه نیست؛ بلکه شرط فعل است که مشروطٌ‌علیه تعهد می‌کند که مقدار سود را برای مشروطٌ‌له کسب کند؛ پس این شرط لازم و صحیح است (باریکلو، ۱۳۸۷، ص۱۰۳).

۳. **الزام بانی به خرید دارایی‌های پایه اوراق وکالت به قیمت مشخص**: جهت تضمین سود می‌توان بانی را ملزم کرد که بخشی از دارایی‌های پایه را به قیمت سودهای دوره‌ای بازخرید نماید (ISRA, 2017, p.412)؛ هرچند که این راهکار با ذات اوراق وکالت در تضاد خواهد بود. سازمان حسابداری و حسابرسی اسلامی استفاده از این راهکار را تنها در صورتی درست می‌داند که خریدار و بانی یکی نباشند. همان‌گونه‌که پیش‌تر اشاره شد، نیاز است این موضوع در کمیته فقهی سازمان بورس بررسی شود.

٤. امکان‌سنجی فقهی تخصیص سود مازاد به عنوان کارمزد تشویقی وکیل

در اوراق وکالت، سود انتظاری است و در سررسید سود واقعی باید محاسبه شود. پس از محاسبه، سود واقعی ممکن است از سود مورد انتظار اعلامی در ابتدای انتشار اوراق بیشتر باشد. در این خصوص دو نکته فقهی قابل توجه است: اول اینکه لازم است تمامی سرمایه‌گذاران پیش از خرید این اوراق درباره مالکیت سود مازاد آگاهی داشته باشند تا به این ترتیب غرر در قرارداد به وجود نیاید؛ نکته دوم تبیین فقهی نحوه تخصیص سود مازاد به رکن وکیل است. در مدل متعارف در کشورهای اسلامی و مطابق استانداردهای موجود جهانی، سود مازاد به عنوان پاداش و کارمزد تشویقی رکن وکیل در نظر گرفته شده و سبب می‌شود وکیل تمامی تلاش و همت خود را جهت حداکثرسازی سود و مدیریت هرچه بهتر استخر دارایی مبنای انتشار، نظارت بر مصرف منابع و عقد قراردادهای ثانویه مثمر ثمر با شرکت‌های زیرمجموعه‌ها به کار گرفته و علاوه بر محقق‌ساختن سود مورد انتظار دارندگان اوراق، سودی مازاد بر آن ایجاد کند. اینکه وکیل مالک سود مازاد باشد، از چند جهت موجب کاهش ریسک‌های مرتبط با عملکرد ضعیف و عدم وجود انگیزه کافی در رکن وکیل و ریسک‌های کژمنشی، کژگزینی خواهد شد.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

از منظر فقهی، دارندگان اوراق وکالت می‌توانند سود مازاد بر سود علی‌الحساب اوراق وکالت را با وکیل صلح نمایند. کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی، تشکیل این نوع صندوق را بر اساس صلح منافع و دارایی توسط شرکا به صورت شرط ضمن عقد بلامانع دانسته و اشاره داشته است که «چنانچه نرخ بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع مالی از حداقل نرخ معینی کمتر بود به وکالت از دارندگان واحدهای ممتاز مابه‌التفاوت ارزش خالص دارایی‌های صندوق با حداقل ارزشی که با لحاظ نرخ مذکور باید ایجاد می‌شد را از محل انتقال بخشی از ارزش خالص دارایی‌های واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز به ارزش خالص دارایی‌های واحدهای سرمایه‌گذاری عادی منظور نماید و چنانچه نرخ بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری منابع مالی از حداکثر نرخ معینی بیشتر بود مدیر صندوق به نمایندگی از دارندگان واحدهای عادی مابه‌التفاوت ارزش خالص دارایی‌های واحدهای عادی صندوق با حداکثر ارزشی که با لحاظ نرخ مذکور باید ایجاد می‌شد را به ارزش خالص دارایی‌های واحدهای ممتاز منظور کند» (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱، ص۴۳۶). تاکنون کمیته تخصصی فقهی، نظری درباره امکان ارائه ضمانت پرداخت سود دارندگان اوراق وکالت از جانب بانی ارائه نکرده است؛ لذا لازم است این موضوع مورد بررسی کمیته فقهی قرار گیرد. هرچند کمیته فقهی امکان تخصیص سود مازاد به عنوان حق‌الوکاله را در اوراق منفعت صحیح دانسته است (همان، ص۲۶۳).

ج) الزامات و مؤلفه‌های اجرایی

۱. امکان انجام سرمایه‌گذاری مستقیم وکیل

رکن وکیل (مدیر سرمایه‌گذاری)، در کشورهای اسلامی امکان سرمایه‌گذاری مستقیم در کسب‌وکارهای مطابق با شریعت را داشته و از این جهت محدودیتی بابت تخصیص منابع به غیر را ندارد. بلکه سرمایه‌گذاری وی در موضوعات فعالیت خود نیز می‌تواند محل مصرف منابع حاصل از انتشار اوراق وکالت باشد. این امر در حالی است که دستورالعمل انتشار اوراق وکالت در بازار سرمایه ایران، بانی (وکیل) را موظف به انعقاد قراردادهای ثانویه نموده و تخصیص منابع به شرکت‌های تابعه را تنها از این طریق به رسمیت شناخته است. در این خصوص بایستی دستورالعمل امکان سرمایه‌گذاری مستقیم وکیل در شرکت خود را صحیح بداند.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۲. جریمه عدم رعایت زمان‌بندی ارائه گزارش بانی به ارکان نظارتی

با توجه به ماده ۱۹ دستورالعمل انتشار اوراق وکالت، «بانی موظف است گزارشی در خصوص سود ایجادشده از موضوع وکالت را در مقاطع شش‌ماهه به همراه اظهارنظر امین، حداکثر دو ماه بعد از مواعد شش‌ماهه به سازمان ارائه و به عموم افشا نماید»؛ همچنین مطابق با ماده ۲۰ دستورالعمل مذکور، «بانی مکلف است حداکثر یک ماه پس از سررسید اوراق نسبت به محاسبهٔ سود قطعی اوراق و ارائهٔ آن به امین اقدام نماید. اظهارنظر امین در خصوص گزارش مذکور باید حداکثر تا دو ماه بعد از سررسید به سازمان ارائه شود. سود قطعی قابل پرداخت به دارندگان اوراق حداکثر ظرف سه ماه پس از سررسید نهایی پرداخت خواهد شد». در دستورالعمل انتشار اوراق وکالت، تنها دو ماده به شرح ۱۹ و ۲۰ به رابطه رکن بانی و امین اوراق پرداخته و همان‌طورکه مشخص است، هیچ تبصره، ماده یا نکته‌ای درباره احتمال عدم انجام وظایف بانی و پایبندی وی به ارائه گزارش‌های منظم مطابق زمان‌بندی ارائه‌شده، نپرداخته است. عدم رعایت این مورد از جانب بانی، منجر به عدم حسابرسی دقیق سود، ضایع‌شدن حقوق دارندگان اوراق، ایجاد نااطمینانی درباره نحوه محاسبه سود قطعی و نارضایتی در رابطه با انتشار اوراق وکالت خواهد شد. استفاده از راهکارهای سلبی، عدم توجه به برنامه زمان‌بندی از جانب بانی اوراق را تا حد زیادی کاهش می‌دهد؛ لذا می‌توان در ازای تأخیر در ارائه گزارش مذکور، هر یک از موارد جریمه نقدی، کاهش کارمزد وکیل و یا حذف کارمزد تشویقی را به عنوان جریمه بانی در نظر گرفت.

۳. ایجاد حساب ذخیره سود

حساب ذخیره سود، عبارت است از حسابی که در آن تمامی سودهای مازاد (مابه‌التفاوت سود واقعی و سود علی‌الحساب) نزد نهاد واسط تجمیع گردیده و در اختیار و کنترل این نهاد می‌باشد. مالکیت این حساب تا سررسید اوراق در اختیار نهاد واسط بوده و پس از سررسیدشدن اوراق، مالکیت آن تغییر می‌یابد. چنانچه رکن وکیل (بانی) در امر مدیریت دارایی‌های مبنای انتشار و گزارش‌دهی منظم به ارکان نظارتی اعم از امین، ناظر شرعی و ناظر ریسک به‌طور مطلوب عمل نماید و عملکرد وی مورد تأیید ارکان نظارتی باشد، در این صورت مالکیت حساب ذخیره سود به رکن وکیل (بانی) تعلق خواهد داشت و در غیر این

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

صورت مالکیت حساب ذخیره سود به دارندگان اوراق می‌رسد. مطابق دستورالعمل انتشار اوراق وکالت در بازار سرمایه ایران، سازوکار مربوط به نحوه تخصیص سود مازاد به وکیل اشاره نشده و لذا دستورالعمل انتشار اوراق وکالت از این نظر بایستی تقویت شود؛ همچنین در مصوبه کمیته فقهی در رابطه با اوراق وکالت، اشاره‌ای به این موضوع نشده است.

ایجاد حساب ذخیره سود دو کاربرد اساسی داشته و هدف از آن موارد ذیل می‌باشد:

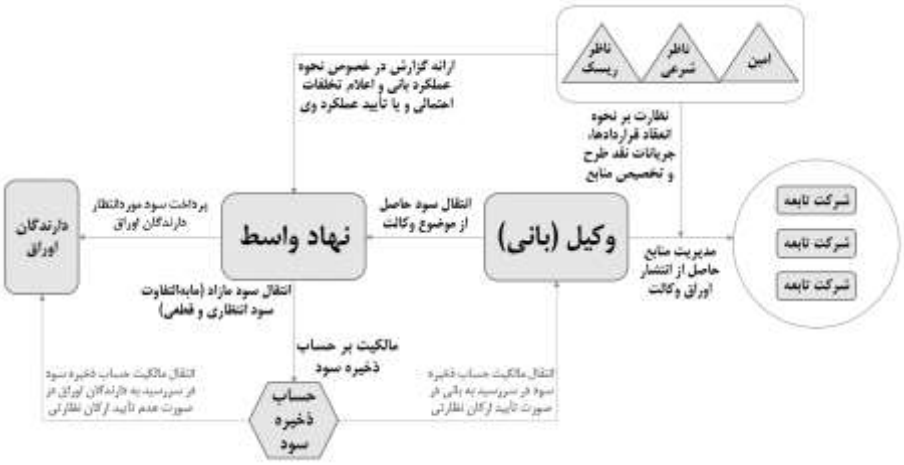
الف) افزایش انگیزه وکیل: وکیل در ساختار انتشار اوراق وکالت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است؛ چراکه این رکن به عنوان مدیر سرمایه‌گذاری شناخته شده و عملکرد وی اثر مستقیم بر سود و زیان حاصل از انتشار اوراق وکالت دارد. در کشورهای اسلامی و استانداردهای بین‌المللی، سازوکار مناسب جهت ارتقای انگیزه رکن وکیل وجود داشته و امکان تخصیص سود مازاد ایجادشده (مابه‌التفاوت سود قطعی و علی‌الحساب) به وکیل در نظر گرفته شده است. عدم توجه کافی به مبحث ایجاد و افزایش انگیزه رکن وکیل در ساختار انتشار اوراق وکالت، منجر به کاهش تمرکز، کاهش شفافیت، افزایش ریسک‌های مخاطرات اخلاقی وکیل و در نتیجه کاهش بهره‌وری وکیل و ازدست‌رفتن بازدهی مطلوب حاصل از منابع انتشار اوراق وکالت خواهد شد.

ب) تضمین و هموارسازی سود علی‌الحساب دوره‌ای: استفاده از حساب ذخیره سود به عنوان یکی از سازوکارهای تأمین سود در دوره‌ای که وکیل نتوانسته است سود مورد انتظار دارندگان اوراق وکالت را تأمین کند، در کشورهای اسلامی مرسوم است. در صورتی که وکیل در یک دوره موفق به تأمین سود مورد انتظار دارندگان اوراق نشود، از حساب ذخیره سود پرداخت خواهد شد.

در شکل زیر سازوکار تخصیص سود به ارکان نمایش داده شده است.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir



نمودار ۱ سازوکار و کارکرد حساب ذخیره سود و تخصیص آن (یافته‌های پژوهش)

٤. تبیین ترتیب ارائه و تسلیم انواع قراردادها به سازمان بورس و اوراق بهادار

با توجه به ماده ۱۲ و تبصره آن در دستورالعمل انتشار اوراق وکالت، «در زمان انتشار اوراق وکالت باید انواع فعالیت‌های اقتصادی و مشخصات موضوع وکالت معین باشد و ضمن گزارش توجیهی به سازمان ارائه شود؛ همچنین ناشر باید اسناد، مدارک و قراردادهای اوراق وکالت را در اختیار شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویهٔ وجوه قرار دهد». در این خصوص لازم است به صورت دقیق و شفاف در خصوص ترتیب و اولویت‌های مهم درباره ارائه انواع قراردادهای مهم به سازمان بورس، مشخص کند که بانی پیش از عقد قرارداد وکالت چطور بایستی قراردادهای مبادله‌ای و مشارکتی منعقدشده با زیرمجموعه‌های خود را تسلیم آن سازمان نماید و آیا امکان عقد قراردادهای مذکور پس از انتشار اوراق و تعیین حدفاصل زمانی یک یا چندماهه وجود خواهد داشت یا این امر امکان‌پذیر نیست. این امر به دلیل آن است که فرایند عقد قرارداد با شرکت‌های تابعه فرایندی زمان‌بر است و نکته مهم‌تر آنکه به همراه عقد قرارداد، تخصیص منابع نیز بایستی رخ دهد.

٥. امکان جایگزینی دارایی‌ها در استخر دارایی‌های مبنای انتشار

جایگزینی دارایی‌ها در استخر دارایی‌های مبنای انتشار یکی از ویژگی‌های مهم در انتشار اوراق وکالت در کشورهای اسلامی محسوب می‌شود؛ به این صورت که بانی اختیار جایگزینی و جابه‌جانمودن دارایی مبنای انتشار را با رعایت برخی نکات مهم دارد. این ویژگی سبب افزایش

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جذابیت انتشار اوراق وکالت برای بانی شده و امکان تبدیل دارایی‌ها نظیر املاک، سهام، مطالبات و سایر موارد به یکدیگر در مواقع مورد نیاز را فراهم می‌آورد. با توجه به وجود پتانسیل لازم و کافی و همچنین سابقه استفاده از این ویژگی در سایر کشورهای اسلامی، می‌توان با سازوکار مشخصی که در آن به تمامی جنبه‌ها و ویژگی‌های عملیاتی و فقهی توجه شده باشد، مقدمات استفاده از ویژگی جایگزینی دارایی را در دستورالعمل انتشار اوراق وکالت فراهم نمود؛ با این توضیح که بانی پیش از مشخص‌نمودن استخر دارایی‌های مبنای انتشار، تکلیف دارایی‌هایی که می‌خواهد در طول دوره عمر اوراق جایگزین کند مشخص کرده و به همراه معرفی استخر دارایی‌های مبنای انتشار، دارایی‌های مورد نظر جهت جایگزینی را نیز مشخص کند. شرط اساسی به منظور انجام جایگزینی دارایی در استخر دارایی مبنای انتشار، تناظر یک‌به‌یک دارایی‌های مدنظر می‌باشد؛ به این معنی که علاوه بر وجود شرایط لازم و کافی دو دارایی که قابلیت جایگزینی را دارند، ارزش هر کدام از دارایی‌ها نیز بایستی در این استخر دارایی جدید بدون تغییر بماند؛ همچنین دارایی مورد نظر در طول مدت عمر اوراق وکالت، نباید هیچ‌یک از ویژگی‌های اساسی احراز شرایط خود را از دست بدهد تا به این صورت، امکان جایگزینی دارایی در استخر دارایی مبنای انتشار فراهم گردد.

٦. نحوه تشکیل سبد سرمایه‌گذاری توسط وکیل و گزارشگری آن

با توجه به اینکه در اوراق وکالت بانی همان وکیل در سرمایه‌گذاری است، وکیل در تشکیل سبد سرمایه‌گذاری، باید برنامه کسب‌وکاری (Business Plan) و گزارش امکان‌سنجی (Feasibility Study) پروژه‌ها و شرکت‌هایی که قصد تأمین مالی آنها را دارد به سرمایه‌گذاران ارائه نماید. برنامه کسب‌وکاری وکیل باید شامل ویژگی‌های استخر دارایی‌ها ـ نظیر نوع دارایی، نقدپذیری، منطقه جغرافیایی، بخش اقتصادی و ... ـ سود انتظاری بانی و توانایی وکیل در نقدکردن دارایی‌های مبنای انتشار در سررسید باشد. وکیل باید در طول مدت اوراق زیرساخت فنی مناسبی برای نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها تدارک ببیند (ISRA, 2017, p.417).

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۷. پیشنهادهای اصلاحی (حذف، تعدیل و اضافه‌نمودن ماده، تبصره و بند) در خصوص دستورالعمل انتشار اوراق وکالت

با توجه به پیشنهادهای اصلاحی ارائه‌شده ناظر بر قوانین و مصوبه کمیته فقهی، در گام سوم و به منظور نیل به هدف بازطراحی اوراق وکالت مبتنی بر ارائه راهکارها و پیشنهادات اصلاحی در زمینه دستورالعمل انتشار اوراق وکالت مصوب سال ۱۳۹۸ برخی اصلاحات و تعدیلات درباره مواد و تبصره‌های دستورالعمل فعلی که یا مبهم بوده و یا به آن اشاره نشده است، در ادامه این بخش ارائه می‌شود؛ بنابراین جدول صفحه بعد حاوی تمامی اصلاحات پیشنهادی به منظور اعمال در بخش‌های اول تا چهارم دستورالعمل انتشار اوراق وکالت مصوب سال ۱۳۹۸ می‌باشد. متن دستورالعمل پیشنهادی ذیل با توجه به موضوع آن و موردی که اضافه یا اصلاح می‌نماید، قابلیت اضافه‌شدن ذیل ماده ۱، ۷، ۱۱، ۱۲، ۱۵، ۱۸، ۱۹، ۲۰ و ۲۱ را دارد. مورد بعد درباره متن دستورالعمل پیشنهادی ذیل، نوع هر یک از این دستورالعمل‌ها بوده که برخی از آنها ماهیت اصلاحیه داشته و قابلیت جایگزینی متن دستورالعمل فعلی را دارد و برخی دیگر نیز قابلیت اضافه‌شدن به متن حاضر را داراست. لازم است ذکر شود که هر یک از اصلاحات، تعدیلات و اضافات مورد اشاره در این بخش، ناظر بر هر یک از مؤلفه‌های مستخرج و مورد نظر خبرگان در بخش قبل بوده و منجر به بهبود و ارتقای دستورالعمل انتشار اوراق وکالت گردیده و برآمده از مطالعات تطبیقی موارد انتشار اوراق وکالت در سایر کشورهای اسلامی و استانداردهای معتبر مؤسسات معتبر بین‌المللی و مصاحبه خبرگان بازار سرمایه می‌باشد که در نهایت توسط خبرگان حقوقی، مورد ارزیابی قرار گرفته و با اعمال برخی اصلاحات و تغییرات در متن پیشنهادی، همه بندها به تأیید سه نفر از خبرگان حقوقی عضو کمیته نگارش قوانین و مقررات بازار سرمایه رسیده است.

جدول۵: دستورالعمل پیشنهادی اوراق وکالت (یافته‌های پژوهش)

محل اعمال دستورالعمل پیشنهادی			متن دستورالعمل پیشنهادی	نظر خبرگان
بخش دستورالعمل	ماده / تبصره	نوع اصلاحیه		
بخش یک تعاریف	**ماده ۱**	**اصلاحیه و اضافه**	**موضوع وکالت خاص:** در این نوع اوراق وکالت، محدوده فعالیت بانی از پیش تعیین شده و	**تأیید**

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

			فعالیت‌های اقتصادی بانی و انعقاد قراردادهای مربوطه محدود به یک یا چند حوزه خاص است.	
		اصلاحیه و اضافه	**موضوع وکالت عام**: در این نوع اوراق وکالت، محدوده فعالیت بانی منحصر به حوزه خاصی نبوده و فعالیت‌های اقتصادی بانی و انعقاد قراردادهای مربوطه محدودیتی ندارد.	**تأیید**
		اصلاحیه و اضافه	**ناظر شرعی**: متشکل از اعضای کمیته فقهی و مدیر حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار است که نسبت به صحت شرعی قراردادهای منعقده و جایگزینی دارایی و قراردادهای موضوع انتشار اوراق وکالت، نظارت، رسیدگی و اظهارنظر می‌نماید.	**تأیید**
		اصلاحیه و اضافه	**ناظر ریسک**: مشاور عرضه در امر طراحی و انتشار اوراق وکالت است که با بانی قرارداد دارد. مشاور عرضه یکی از شرکت‌های دارای مجوز رسمی فعالیت از سازمان بورس بوده و نسبت به ریسک سرمایه‌گذاری‌های بانی و تخصیص منابع نظارت و اظهارنظر می‌کند.	**تأیید**
بخش دو ارکان انتشار اوراق وکالت	**ماده ۷**	**اضافه**	ناظر شرعی باید به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق وکالت و حصول اطمینان از صحت شرعی قراردادهای منعقده و جایگزینی قراردادها و دارایی‌ها در مواقع خاص، اظهارنظر خود را در مواعد مقرر ارائه نماید.	**تأیید**
		اضافه	ناظر ریسک باید به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق وکالت و حصول اطمینان از عدم وجود ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بانی و صحت تخصیص منابع متناسب با نیاز سرمایه‌ای هر پروژه یا طرح توسعه، اظهارنظر خود را در مواعد مقرر ارائه نماید.	**تأیید**
		اضافه	سقف کارمزد امین و ناظر ریسک مطابق با مصوبه سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود.	**تأیید**

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

		اصلاحیه و اضافه	در صورتی که بانی تماماً از قراردادهای اجاره، مرابحه، استصناع، جعاله و خرید دین در انعقاد قراردادهای موضوع وکالت استفاده کند، در این صورت به سبب ایجاد سود معین حاصل از قراردادهای مذکور، وجود رکن امین در ساختار انتشار الزامی نیست.	**تأیید**
		اصلاحیه و اضافه	در صورتی که بانی ضمن عقد قراردادهای موضوع وکالت، یک یا چند مورد از قراردادهای مشارکت، مضاربه، سلف و منفعت را به کار گیرد، در این صورت به سبب ایجاد سود غیر معین حاصل از قراردادهای مذکور، وجود رکن امین الزامی است.	**تأیید**
بخش سه موضوع وکالت	**ماده ۱۱**	**اضافه**	بانی می‌تواند به منظور انتشار اوراق وکالت، اقدام به تشکیل استخری از دارایی‌های عینی و دینی (املاک، مستغلات، ماشین‌آلات، تجهیزات، سهام، مطالبات، منافع آتی محصولات و خدمات) مبتنی بر عقود شرعی، صحیح، مشخص مطابق مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار نماید.	**تأیید**
	ماده ۱۲	**اضافه**	بانی می‌تواند با هماهنگی ناظر شرعی، اقدام به جایگزینی دارایی‌ها و قراردادهای موضوع وکالت نماید. شرط لازم و کافی جهت انجام این جایگزینی اولاً اخذ تأییدیه ناظر شرعی بوده و ثانیاً دارایی مورد نظر جهت جایگزینی بایستی دارای ارزشی معادل ارزش دارایی موجود در استخر دارایی مبنای انتشار باشد و از گزارش کارشناس رسمی دادگستری درباره ویژگی‌های آن بیش از شش ماه نگذشته باشد.	**تأیید**
		اضافه	بانی موظف است قراردادهای مورد اشاره در گزارش توجیهی انتشار اوراق و بیانیه ثبت اعم از اجاره، مرابحه، سلف، خرید دین، استصناع، جعاله، مشارکت، منفعت و مضاربه را حداکثر ظرف شش	**تأیید**

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

			ماه پس از انتشار اوراق وکالت به ناظر شرعی و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تسلیم کند.	
		اصلاحیه و اضافه	بانی می‌تواند در کسب‌وکارهای مطابق با شریعت و قوانین و مقررات جمهوری اسلامی ایران و با رعایت صرفه و صلاح و ضمن ارائه کلیه مدارک و مستندات گزارش توجیهی به ناظر شرعی و ناظر ریسک، سرمایه‌گذاری مستقیم انجام دهد.	**تأیید**
بخش چهار شرایط اوراق وکالت	**ماده ۱۵**	**اضافه**	چنانچه عملکرد بانی در دوره عمر اوراق وکالت منتشره، کاملاً منطبق با استانداردهای مورد نظر رکن امین، ناظر شرعی و ناظر ریسک بوده و این امر به تأیید هر یک از نهادهای مذکور برسد و همچنین بانی هیچ‌گونه تخلفی درباره موضوع دستورالعمل انتشار اوراق وکالت نداشته باشد، آن‌گاه «حساب ذخیره سود» تماماً به وی اختصاص می‌یابد. در غیر این صورت و احراز تخلف وی، مبلغ حساب ذخیره سود به دارندگان اوراق تعلق خواهد داشت.	**تأیید**
	ماده ۱۸	**اضافه**	بانی موظف است مابه‌التفاوت سود قطعی و علی‌الحساب هر دوره یک‌ساله را در حسابی با عنوان «حساب ذخیره سود» که تحت کنترل و نظارت نهاد واسط است، منتقل کند. در مواقعی که سود واقعی در یک دوره کمتر از سود علی‌الحساب باشد، حساب ذخیره سود با تأیید رکن امین و به منظور هموارسازی و جبران نرخ سود علی‌الحساب، مورد استفاده قرار می‌گیرد.	**تأیید**
	ماده ۱۹	**اصلاحیه**	در صورت پرداخت سود علی‌الحساب، بانی موظف است گزارش در خصوص عملکرد درباره موضوع وکالت را در مقاطع سه‌ماهه به همراه اظهارنظر ارکان نظارتی، حداکثر دو ماه بعد از مواعد سه‌ماهه به سازمان ارائه و به عموم افشا نماید.	**تأیید**

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

	ماده ۲۰	اضافه	بانی موظف است تمامی گزارش‌های مورد اشاره در این دستورالعمل را در موعد مقرر به ارکان نظارتی (امین، ناظر شرعی و ناظر ریسک) ارائه کند. در غیر این صورت موضوع تخصیص حساب ذخیره سود به وی کان‌لم‌یکن تلقی خواهد شد.	تأیید
	ماده ۲۱	اضافه	اوراق وکالتی که توسط ناشر منتشر شده، می‌تواند در سررسید نهایی به سهام بانی (شرکت زیرمجموعه آن) تبدیل گردد.	تأیید

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به آمار و ارقام انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی در کشورهای اسلامی، اوراق وکالت به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی پرکاربرد و پرانتشار در این کشورها شناخته شده و در سال‌های اخیر مورد اقبال بسیاری از شرکت‌ها قرار گرفته است. این امر در حالی است که در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، علی‌رغم تصویب دستورالعمل انتشار اوراق وکالت در سال ۱۳۹۸ این اوراق تاکنون مورد استفاده ناشران قرار نگرفته و تأمین مالی از این طریق عملیاتی نشده است؛ لذا در این پژوهش ضمن استفاده از روش مطالعه کتابخانه‌ای، مرور اسنادی استانداردهای بین‌المللی در خصوص نحوه انتشار اوراق وکالت، مصاحبه با خبرگان فقهی و اجرایی بازار سرمایه و تحلیل اطلاعات گردآوری‌شده از طریق پیاده‌سازی مراحل روش تحلیل مضمون، تمامی مؤلفه‌های مهم در امر بازطراحی اوراق وکالت، اعم از اصلاح روش محاسبه مالیات در اوراق وکالت، تعیین رکن ناظر شرعی و ناظر ریسک، تعیین سقف کارمزد ارکان نظارتی، کاهش فواصل زمانی ارائه گزارش امین، امکان تبدیل اوراق وکالت به سهام، اصلاح شرایط احراز شرکت‌های واجد شرایط جهت انتشار اوراق وکالت، امکان سرمایه‌گذاری مستقیم توسط وکیل، جریمه عدم رعایت زمان‌بندی ارائه گزارش بانی، ایجاد حساب ذخیره سود، تبیین ترتیب ارائه قراردادها به سازمان بورس، امکان جایگزینی دارایی‌های مبنای انتشار، تبیین فقهی بازخرید دارایی‌های مبنای انتشار در سررسید، امکان‌سنجی فقهی ضمانت اصل سرمایه و سود دارندگان اوراق و تخصیص سود مازاد به

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

عنوان کارمزد تشویقی به وکیل از منظر ایشان شناسایی و تکمیل گردید. در نهایت بازطراحی اوراق وکالت مبتنی بر ارائه راهکارهای اصلاحی ناظر بر چهار بخش دستورالعمل انتشار اوراق وکالت مصوب سال ۱۳۹۸ و در قالب ویرایش، تعدیل، حذف و اضافه ۹ ماده و تبصره‌های مرتبط با مؤلفه‌های از پیش مشخص‌شده، ارائه گردیده و به منظور اعتبارسنجی، با مراجعه به خبرگان حقوقی عضو کمیته تدوین قوانین و مقررات بازار سرمایه، ارزیابی شده و با اعمال برخی اصلاحات و نکات، توسط ایشان تأیید گردید. لازم است ذکر شود در شرایط کنونی و نیاز مبرم شرکت‌های فعال در صنایع مختلف و دولت جمهوری اسلامی ایران به تأمین مالی کم‌هزینه، ساده و سریع از طریق بازار سرمایه، انتشار اوراق وکالت با درنظرداشتن مدل مبتنی بر راهکارهای اصلاحی ناظر بر دستورالعمل مصوب سال ۱۳۹۸ می‌تواند بهترین راهکار و ابزار تأمین مالی در بازار سرمایه ایران شناخته شود.

منابع و مآخذ

۱. باریکلو، علیرضا (۱۳۸۷). وضعیت شرط تضمین سود. *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، ۳۸ (٤)، ۸۹-۱۱۰.

۲. ـــــــ (۱۳۸۹). وضعیت شرط ضمان سرمایه در حقوق اسلام. *نشریه علمی پژوهشی فقه و حقوق اسلامی*، ۱(۱)، ۱-۲۳.

۳. توحیدی، محمد و حامدی، میثم (۱٤۰۱). امکان‌سنجی پیاده‌سازی اوراق بهادار اسلامی قابل‌تبدیل پیش از عرضهٔ اولیهٔ سهام. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۲۲(۸۸)، ٦۳-۹۵.

٤. شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹). دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط.

۵. شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰). دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.

٦. شیرمردی احمدآباد، حسین و فطانت‌فرد، محمد (۱۳۹۹). صکوک وکالت، ابزار مالی نوین در تأمین مالی مسکن. *پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالیه*، ۱(۲)، ۳۲-۵۸.

۷. عربی، سیدهادی؛ موسوی برورودی، سیدمهدی و شیرمردی احمدآباد، حسین (۱۳۹۷). صکوک وکالت، ابزار مناسب تأمین مالی کارآفرینی دانشگاهی. *معرفت اقتصاد اسلامی*، ۱۹، ۵-۲٤.

۸. فریدونی، محمدمهدی و توحیدی، محمد (۱٤۰۲). طراحی صکوک وکالت جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط. *پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالیه*، ٤(۳)، ۳۱-٦٤.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۹. قلیچ، وهاب (۱۳۹۷). بررسی اوراق وکالت دولتی مالزی و ارائه الگویی بومی برای اقتصاد ایران. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۸(۷۲)، ۱۸۳-۲۱۱.

۱۰. کاشف‌الغطاء، محمدحسین (۱٤۲٦ق). *تحریرالمجله*. چ۱، قم، المجمع العالمی للتقریب المذاهب الاسلامیه.

۱۱. کمیته فقهی سازمان بورس (۱٤۰۱). مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. چ۱، تهران، انتشارات سازمان بورس و اوراق بهادار.

۱۲. موسوی بجنوردی، سیدمحمدحسن (۱٤۲٦ق). *قواعدالفقهیه*. چ۲، قم، دلیل ما.

۱۳. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). *بازار سرمایه اسلامی*. چ۱، تهران، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۱٤. موسویان، سیدعباس، حسین‌پور، محمد و کاوند، مجتبی (۱۳۹۲). اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی. اقتصاد اسلامی، ۱۲(٤۷)، ۱۰۳-۱۳۰.

۱۵. موسویان، سیدعباس، قلیچ، وهاب (۱۳۹۹). بررسی فقهی تضمین سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری در بانکداری بدون ربا. *فصلنامه پژوهش‌های پولی و بانکی*، ۱۲(٤۲)، ٦۲۹-٦۵۲.

۱٦. هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰). دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه.

۱۷. هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۸). دستورالعمل انتشار اوراق وکالت.

۱۸. هیئت وزیران (۱۳۹۸). آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت.

19. AAOIFI (2017). Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Sharia'a standards, 2017.

20. Ali, E. R. A. E., Azman, S. M. M. S., Zain, N. R. M., Hassan, R., & Kassim, S. (2019). Potential development of SRI sukuk models for higher learning institutions in Malaysia based on Wakalah and Waqf. *Journal of Islamic Finance*, No.8, 90-106.

21. Aydın, M. A. (2018). Sukuk Instrument In Islamic Finance. (Master's thesis, İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi).

22. Farhand, M. Z., Nurjanah, P. L., & Nurcholis, M. (2020). Islamic

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

finance in sustainable economy: Empowerment of Sukuk wakalah to build waste industry. *Airlangga International Journal of Islamic Economics and Finance*, 3(1), 52-67.

23. IIFM (2015). International Islamic Financial Market, A comprehensive study of the global sukuk market, 2015
24. IIFM (2021). International Islamic Financial Market, A comprehensive study of the global sukuk market, 2021
25. IIFM (2022). International Islamic Financial Market, A comprehensive study of the global sukuk market, 2022
26. ISRA (2017). sukuk principles and practices, Kuala Lampur.
27. Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G.. (2016). Financial markets and institutions (9th ed.). Milan, Pearson.
28. Revised Capital Adequancy Standard for Institutions Offering Islamic Financial Services (2021). Islamic Financial Services Board (IFSB), NUM23.
29. SC (2015). Guidelines on Unlisted Capital Market Products under the Lodge and Launch Framework.
30. Ulusoy, A., & Ela, M. (2018). Secondary market of sukuk: An overview. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 4(2), 17-32.

Archive of SID.ir