فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران
سال هفدهم، شماره ۵۲، پاییز ۱۳۹۱، صفحات ۲۰۹-۱۸۳

طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار

دکتر محمدنقی نظرپور* و ایوب خزائی**

تاریخ دریافت: ۲۶ دی ۱۳۹۰ تاریخ پذیرش: ۲۷ دی ۱۳۹۱

جهت نیل به اهداف سند چشم‌انداز بیست ساله کشور، بازار سرمایه ایران به‌عنوان یک بازار در حال توسعه می‌بایست همپای سایر تحولات کشور توسعه و تکامل یافته و قادر به پاسخگویی به نیازهای اساسی جامعه امروزی باشد. به این لحاظ توسعه بازار سرمایه ایران و متنوع کردن ابزارهای موجود در آن الزامی است. بنابراین با توجه به نیاز کشور به جذب سرمایه به منظور تأمین مالی طرح‌های اقتصادی و زیربنایی و از طرفی کمبود منابع برای سرمایه‌گذاری در این طرح‌ها و همچنین کمبود سرمایه‌گذاری‌های خارجی به‌دلیل اعمال تحریم‌های اقتصادی، می‌توان از ابزارهای مالی (مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار) در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا بهره جست. یکی از این ابزارها، صکوک استصناع است. این مقاله به روش توصیفی و تحلیل محتوی با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، با معرفی صکوک استصناع و ضرورت و چگونگی شکل‌گیری آن، این صکوک را به‌عنوان ابزاری مناسب برای تأمین مالی در بازار سرمایه معرفی می‌نماید. در ادامه نیز صکوک استصناع بر مبنای خرید دین، صکوک استصناع بر مبنای اجاره به شرط تملیک و صکوک استصناع رهنی را به‌عنوان گزینه‌های قابل انتشار در بورس اوراق بهادار پیشنهاد و در آخر نیز ویژگی‌های صکوک پیشنهادی را با یکدیگر مقایسه می‌نماید.

واژه‌های کلیدی: عقد استصناع، صکوک استصناع، ابزار مالی اسلامی، بورس اوراق بهادار.
طبقه‌بندی JEL: G18، E44، E62، G32.

* استادیار گروه اقتصاد دانشگاه مفید nazarpur@mofidu.ac.ir
** کارشناس ارشد اقتصاد دانشگاه مفید Akhazaei65@gmail.com

Archive of SID
www.SID.ir

۱. مقدمه

براساس اهداف ترسیم شده در سند چشم‌انداز ۲۰ ساله جمهوری اسلامی ایران، دستیابی به جایگاه اول اقتصادی، علمی و فناوری در سطح منطقه با هویت اسلامی و انقلابی و تبدیل شدن به کشوری توسعه‌یافته با رشد شتابان و مستمر اقتصادی مورد تأکید قرار گرفته است.

یکی از عواملی که در جهت دستیابی به هدف رشد پرشتاب و مستمر اقتصادی نقشی اساسی ایفا می‌کند، توسعه بخش مالی کشور است. اهمیت توسعه بخش مالی کشورها به این دلیل است که بخش مالی کارآمد، نقشی اساسی در تجهیز منابع مالی برای سرمایه‌گذاری، تشویق ورود و تجهیز سرمایه خارجی و بهینه‌سازی سازوکار تخصیص منابع ایفا می‌کند. به همین دلیل، یکی از موضوعاتی که طی دهه‌های اخیر به‌طور فزاینده‌ای مورد توجه اقتصاددانان قرار گرفته است، موضوع رابطه بین توسعه مالی و رشد اقتصادی است. اغلب تحلیل‌گران همچون گلداسمیت، مک‌کینون، شاو، کینگ و لوین، لوین و زروس[1] معتقدند توسعه و تعمیق بازارهای مالی می‌تواند سرعت رشد اقتصادی را افزایش دهد. در چنین دیدگاهی فرض می‌شود تعمیق مالی، موتوری برای رشد اقتصادی بوده و لذا سیاستگذاران باید توجه خود را بر پیشرفت واقعی و بالا بردن ظرفیت این بازارهای مالی متمرکز نماید.

در داخل کشور نیز مطالعات انجام شده نشان‌دهنده رابطه مثبت توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران است. مطالعه ختایی (۱۳۷۸)، هیبتی و محمدزاده اصل (۱۳۸۳)، شیوا (۱۳۸۰)، کمیجانی و نادعلی (۱۳۸۶)، فخرحسینی و شهابی (۱۳۸۶)، تقی‌پور (۱۳۸۷) و جعفری صمیمی و همکاران (۱۳۸۸) بیانگر رابطه مثبت بین توسعه مالی و رشد اقتصادی است.

در مجموع، اکثر شواهد نشان می‌دهد که توسعه مالی یک عامل اساسی برای رشد است. در حالی‌که شواهد موجود ممکن است تمام تردیدها را مرتفع نکند، لیکن به اندازه‌ای هست که سیاستگذاران را مجاب کند که به سیاست‌های توسعه بخش مالی اولویت بخشند و توجه خود را معطوف به ارتقای این بخش نمایند.

اگر چه صنعت تأمین مالی طرح‌ها خصوصاً در کشورهای توسعه‌یافته صنعتی از رشد فوق‌العاده‌ای برخوردار است ولی بی‌تردید با توجه به ملاحظات شرعی همه این ابزارها در جامعه

1. Goldsmith (1969), Mc Kinnon (1973), Shaw (1973), King and Levine (1993) and Levine and Zervos (1996)

Archive of SID

www.SID.ir

اسلامی قابل پیاده شدن نیستند. زیرا بازارهای مالی دنیا عمدتاً براساس نرخ بهره کار می‌کنند. یعنی موقعیت دارایی‌ها و بدهی‌ها توسط نرخ بهره تعدیل می‌شوند.[۱]

امروزه گستره وسیعی از خدمات و محصولات در بازار مالی سرمایه و اسلامی وجود دارد که می‌تواند به بخش قابل توجهی از نیاز افراد حقیقی و حقوقی که در صدد سرمایه‌گذاری‌های اسلامی و مشروع هستند پاسخ دهند. از جدیدترین ابزارهایی که در بازارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر مورد استفاده قرار می‌گیرد، می‌توان به صکوک اشاره نمود. صکوک اوراق بهاداری است که می‌توان از آن برای پاسخگویی به انواع نیازهای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه استفاده نمود و از طریق انتشار آن به توسعه و تعمیق بازارهای مالی کشور کمک نمود.

در راستای گسترش کمی و کیفی بازار سرمایه در کشورهای اسلامی یکی از این ابزارهای قابل ارائه، صکوک استصناع است. از طریق انتشار این اوراق در بورس اوراق بهادار می‌توان علاوه بر تأمین مالی طرح‌ها و رونق بخشی به بازار سرمایه، تا حدودی خلأ وجود اوراق قرضه را در تأمین مالی طرح‌ها پر نمود و از این طریق با توسعه بازارهای مالی کشور، گامی در جهت اعتلای رشد اقتصادی کشور برداشت.

در مقاله حاضر پس از معرفی صکوک استصناع و ضرورت و چگونگی شکل‌گیری آن به عنوان یک ابزار مالی، کارویژه‌های این اوراق مطرح شده و به طراحی و تشریح انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار می‌پردازیم و در نهایت نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی بیان می‌شود.

۲. پیشینه و ادبیات موضوع

از آن‌جا که طراحی صکوک استصناع و خرید و فروش آن در بورس اوراق بهادار مبتنی بر شرعیت بیع دین است، کاربرد این ابزار بنابر دیدگاه مشهور فقهای امامیه (بر خلاف دیدگاه مشهور عالمان اهل سنت) بلامانع است. از این‌رو تحقیقات زیادی در خارج از ایران در این زمینه صورت نپذیرفته است. از معدود مطالعات خارجی انجام شده در این زمینه می‌توان به مطالعه سلمان[۲] تحت عنوان «محصولات بازار سرمایه اسلامی: توسعه و چالش‌ها» اشاره نمود. وی در این مطالعه ضمن ارائه مدل عملیاتی صکوک استصناع مبتنی بر اجاره منتشر شده از سوی شرکت دارات خلیج

۱. صالح‌آبادی (۱۳۸۵)

2. Salman (2005)

Archive of SID

www.SID.ir

البحرین، استدلالات فقهی اهل سنت در این زمینه را ارائه می‌دهد. ماهیت اوراق مذکور بدین‌گونه است که ابتدا طرح احداث و یا کالای مورد نظر ساخته و سپس اجاره داده می‌شود و در پایان دوره نیز طرح یا کالا فروخته می‌شود.

در داخل کشور در زمینه صکوک استصناع چندین مطالعه صورت پذیرفته که به بعضی از آن‌ها اشاره می‌شود:

نظرپور (۱۳۸۴) در مقاله «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی» ضمن تبیین عقد استصناع و ماهیت آن از نظر فقهی، به تصحیح آن پرداخته و صکوک استصناع را به‌عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه معرفی می‌کند و چگونگی به‌کارگیری آن توسط بانک مرکزی در چارچوب عملیات بانکی بدون ربا جهت اعمال سیاست‌های مناسب اقتصادی را تبیین می‌نماید. همچنین نظرپور (۱۳۸۵) در مقاله دیگری تحت عنوان «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه حل‌ها)»، صکوک استصناع را ابزاری برای اعمال سیاست پولی معرفی نموده و به چگونگی مهار انبساط پولی اولیه در اثر خرید این اوراق توسط بانک مرکزی و شیوه‌های تأمین مالی خرید این اوراق می‌پردازد تا از این طریق بتوان خلأ اوراق قرضه و عملیات بازار باز (OMO)[1] را تا حدودی پر کرد.

موسویان (۱۳۸۶) نیز در مقاله «اوراق بهادار استصناع؛ مکمل بازار سرمایه ایران» ضمن بررسی فقهی و حقوقی قرارداد استصناع، کارکرد این اوراق را به‌عنوان ابزاری برای تأمین مالی طرح‌های اقتصادی مورد بررسی قرار داده است.

کمیجانی و نظرپور (۱۳۸۶) در مقاله «تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طریق اوراق استصناع» ضمن تبیین ویژگی‌های صکوک استصناع به‌عنوان یک ابزار مالی و بررسی چگونگی شکل‌گیری این اوراق در بورس، به معرفی اقسام صکوک استصناع پرداخته و پس از بررسی ریسک‌های اعتباری، تورم و ساختاری در مورد این اوراق، به درجه‌بندی ریسک انواع صکوک استصناع می‌پردازند. آنان (۱۳۸۶)، همچنین در مقاله «تقاضا و عرضه اوراق استصناع به منزله ابزار پولی»، پس از بررسی مشروعیت، صحت و لزوم عقد استصناع از دیدگاه برخی مراجع تقلید، ویژگی‌های صکوک استصناع به‌عنوان ابزار پولی را تبیین نموده و عوامل مؤثر بر عرضه و تقاضای این اوراق را مورد بررسی قرار می‌دهند.

1. Open Market Operation

Archive of SID

www.SID.ir

نظرپور و خزائی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «پوشش ریسک صکوک استصناع در بورس اوراق بهادار» پس از معرفی انواع ریسک‌های مترتب بر اقسام صکوک استصناع، راهکارهای کاهش احتمال وقوع این ریسک‌ها را معرفی و اقسام این اوراق را از منظر درجه ریسک آن‌ها رتبه‌بندی می‌کنند.

با عنایت به مطالعات انجام شده در زمینه ماهیت و کارکردهای صکوک استصناع، به نظر می‌رسد فعالان بازارهای مالی و محققان این عرصه با ماهیت این اوراق بهادار آشنا هستند. لکن تاکنون مطالعه‌ای که به‌طور ویژه به بررسی نحوه کاربرد این اوراق در بورس اوراق بهادار اختصاص داشته باشد، صورت نپذیرفته است. از طرفی با توجه به تجربه موفق انتشار صکوک اجاره در فرابورس ایران، ورود صکوک استصناع به بورس اوراق بهادار با توجه به بازدهی ثابت آن، می‌تواند تا حدود زیادی خلأ ناشی از عدم انتشار اوراق قرضه در بازار سرمایه کشور پر نماید. لذا مقاله حاضر با هدف طراحی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار تدوین گردیده است.

۳. صکوک[1]

اصطلاح «صکوک» در اصل برگرفته از واژه عربی صک و آن نیز برگرفته شده از واژه فارسی چک است. صکوک یک ابزار مالی اسلامی جایگزین اوراق قرضه است و دارنده آن حق مشاعی از دارایی‌ها یا اموال معینی (که این اوراق در قبال آنها منتشر شد) را در اختیار دارد و یا حکایت از دین مشخص بر ذمه انتشاردهنده آن دارد، دینی که از یک فعالیت واقعی اقتصادی نشأت گرفته است. گرچه به طور معمول، به عنوان «اوراق قرضه اسلامی» از صکوک یاد می‌شود ولی با توجه به ماهیت آن بهتر است نام «اوراق سرمایه‌گذاری اسلامی» برآن نهاده شود.[2]

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی[3]، صکوک این‌گونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت

1. Sukuk

۲. اوراق قرضه مبتنی بر عقد قرض است در حالی که هیچ یک از ابزارهای مالی انتفاعی اسلامی مبتنی بر عقد قرض نیستند.

3. AAOIFI

Archive of SID

www.SID.ir

سرمایه‌گذاری خاص می‌شود».[۱] این تعریف با توجه به فقه اهل سنت تنظیم گردید. در فقه امامیه صکوک می‌تواند در یک معامله و قرارداد نظیر قرارداد استصناع به‌عنوان وسیله‌ای برای پرداخت وجوه انتشار یابد و پس از انتشار دینی در ذمه انتشاردهنده آن تلقی گردد.[۲] به عبارت دیگر، صکوک اوراقی با پشتوانه ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی شرکت هستند و نوعی پروژه مالی در قالب احکام اسلامی است که معاملات ربوی در آن جایی ندارد. از این‌رو مورد سرمایه‌گذاری باید فی‌نفسه و بدون در نظر گرفتن این اوراق، دارای ارزش باشد و نمی‌تواند صرفاً براساس فعالیت‌های سفته‌بازی و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند، سودآوری داشته باشد.

هدف از به‌کارگیری صکوک به‌عنوان ابزاری جدید در نظام مالی اسلامی، صرفاً تقلیدی نسنجیده از اوراق قرضه مبتنی بر بهره نیست، بلکه ایجاد ابزاری نو و ابتکاری منطبق بر قوانین شریعت اسلام است. زیرا با حذف کامل بهره از نظام مالی در جوامع اسلامی، می‌بایست ساختار و شیوه فعالیت بازارهای مالی دگرگون شده و ابزارهای متناسب با دیدگاه اسلام طراحی و وارد بازار گردد.

رشد و توسعه بازار صکوک در چند سال اخیر، عمدتاً به‌دلیل نقش آن در ایجاد و گسترش سرمایه‌گذاری در طرح‌های سودآور و اقتصادی مطرح شده است. به این دلیل که تدارک ابزارهای مالی مناسب برای سرمایه‌گذاری از یک‌سو اسباب رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد و از سوی دیگر موجب گسترش و توسعه بازارهای مالی اسلامی می‌شود. به‌طور کلی می‌توان صکوک را به سه دسته تقسیم نمود:

۱. صکوک مبتنی بر خرید و فروش دین: گروهی از اوراق بهادار اسلامی چون صکوک استصناع[۳]، از جهت بازدهی به‌گونه‌ای طراحی شده‌اند که خرید و فروش آن‌ها پس از انتشار اولیه نوعاً به کمتر از مبلغ اسمی درج شده بر اوراق براساس تنزیل دینی که آن اوراق حکایت از آن دین دارد، صورت می‌پذیرد و صاحبان اوراق در مدت زمان مشخص به سود معینی که مابه‌التفاوت نرخ خریداری شده و مبلغ اسمی در سررسید است، دست می‌یابند.

---

۱. پهلوان و رضوی (۱۳۸۶)

۲. نظرپور و خزائی (۱۳۸۹)

3. Istisna' Sukuk

Archive of SID

www.SID.ir

۲. صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی: گروه دوم از اوراق بهادار اسلامی بر خرید و فروش دارایی‌های فیزیکی مبتنی است، مانند اوراق اجاره و اجاره به شرط تملیک. بازدهی این اوراق گرچه ذاتاً متغیر است اما می‌توان با مدیریت ریسک به بازدهی باثباتی رسید.

۳. صکوک مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی: این گروه از اوراق بهادار اسلامی براساس عقدهای مشارکتی طراحی شده‌اند، اوراق بهاداری چون اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات از این گروه هستند. در این اوراق صاحبان اوراق در احداث پروژه یا انجام یک فعالیت اقتصادی مشارکت می‌کنند و به تبع آن در سود و زیان حاصله سهیم می‌شوند.

همان‌طور که ملاحظه گردید، گروهی از اوراق بهادار اسلامی نظیر صکوک استصناع دارای بازدهی ثابت و از پیش تعیین‌شده هستند و از سوی دیگر، گروهی نظیر صکوک اجاره به شرط تملیک مبتنی بر خرید و فروش دارایی بوده و مانند صکوک استصناع بازدهی ثابتی بدست می‌دهند. لذا در این مقاله سعی شده است که از ویژگی اخیر ذکر صکوک مذکور استفاده شده و به مدل مطلوب انتشار صکوک استصناع در بورس اوراق بهادار دست یافت.

٤. صکوک استصناع

استصناع یا قرارداد سفارش ساخت قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه‌ای با ویژگی‌های مشخص در آینده که سفارش‌گیرنده متعهد می‌شود در ازای گرفتن مبالغ آن در زمان‌های توافق شده که بخشی از آن می‌تواند به‌صورت نقد و بخشی به‌صورت اقساط به تناسب پیشرفت فیزیکی کار و یا حتی مستقل از آن باشد، براساس زمان‌بندی کوتاه‌مدت یا بلندمدت مثلاً یک تا ده ساله، مواد اولیه و کالاهای مورد نیاز خود برای اجرای پروژه را مستقیماً خود تهیه و در زمان مشخص کالا یا پروژه مورد نظر را به سفارش‌دهنده تحویل دهد و سفارش‌دهنده نیز در صورت تطابق کامل پروژه با مشخصات قید شده در قرارداد آن را تحویل خواهد گرفت.[۱]

یکی از انواع اوراق بهادار که اخیراً مورد توجه فعالان بازارهای مالی قرار گرفته است، صکوک استصناع است که بر پایه عقد استصناع منتشر می‌شود. صکوک استصناع، گواهی‌هایی با

۱. کمیجانی و نظرپور (۱۳۸۶)

Archive of SID

www.SID.ir

ارزش اسمی یکسان هستند که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر بوده و دینی در ذمه انتشاردهنده آن تلقی می‌گردد.

صکوک استصناع، کارکردی نظیر اوراق قرضه اسلامی[۱]، با کوپن صفر دارد. اوراق قرضه با کوپن صفر همان اوراق تنزیلی هستند. گرچه هیچ پرداخت سود یا کوپنی به آن تعلق نمی‌گیرد، نرخ سود در تفاوت بین قیمت اسمی اوراق و ارزش تنزیلی آن مستتر است. اوراق قرضه اسلامی در قالب قرارداد بیع انجام می‌شود.[۲] همچنین صکوک استصناع از جهاتی مثل توافق‌های بازخرید است. توافق‌های بازخرید قراردادی است که یک معامله‌گر سرمایه‌گذار که دارنده اوراق بهادار است، این اوراق را به طرف دیگر معامله می‌فروشد و همزمان می‌پذیرد که بعداً آن را با قیمت معین و بالاتری بازخرید کند.[۳] در صکوک استصناع نیز انتشاردهنده ارزش فعلی قرارداد ساخت را نزد خود محاسبه می‌نماید و به جهت تأخیری که تا زمان سررسید در پرداخت وجوه دارد، مبلغ مندرج در سررسید را ارزش آینده قرارداد ساخت تعیین می‌کند. به همین جهت در اکثر انواع صکوک استصناع، خریدار می‌داند در زمان سررسید به میزان مبلغ اسمی درج شده دریافت خواهد داشت و این مبلغ بیش از مبلغی است که او از بازار خریداری نموده است و یا براساس آن قیمت با او رفتار شده است. از این جهت می‌توان صکوک استصناع را مشابه اوراق توافق‌های بازخرید تلقی نمود.

خریداران اوراق صرفاً دینی را که براساس قرارداد بر ذمه بانی و به ملکیت سازنده یا پیمانکار آمده است را خریداری نموده، لکن مالک طرح یا کالای مورد نظر نیستند. بنابراین خرید و فروش این اوراق، خرید و فروش کالایی که در آینده ساخته و یا تولید می‌شود نیست و لذا ایرادی که بر معاملات سلف از این نقطه‌نظر وارد بوده، بر صکوک استصناع مترتب نیست. ارکان انتشار صکوک استصناع عبارتند از:

۱. بانی: شرکت‌های دولتی و غیردولتی، مؤسسات اعتباری و شهرداری‌ها هستند که صکوک استصناع جهت تأمین مالی آن‌ها منتشر می‌گردد.
۲. عامل: مؤسسه اعتباری است که به پیشنهاد بانی و با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب می‌گردد. عامل وظیفه عرضه اولیه صکوک استصناع در بورس و بازپرداخت

۱. از آن‌جا که در ماهیت اوراق قرضه، قرض همراه با زیاده نهفته است، اطلاق واژه اسلامی به اوراق قرضه صحیح نیست.
۲. صالح‌آبادی (۱۳۸۵)
۳. هال (۱۳۸۴)

Archive of SID

www.SID.ir

مبلغ اسمی اوراق به سرمایه‌گذاران در سررسید نهایی را از طریق ناشر و به پشتوانه اخذ وثایق از بانی بر عهده دارد.

۳. ناشر (واسط)[۱]: شخصی حقوقی است که به‌منظور انتشار صکوک استصناع و منحصراً تا سررسید اوراق، توسط عامل تأسیس شده و معمولاً اوراق را به نام خود منتشر می‌کند.

۴. سرمایه‌گذار: خریدار صکوک استصناع است که به ناشر وکالت می‌دهد با سازنده، قرارداد استصناع منعقد نماید.

۵. پیمانکار (سازنده): شخص حقوقی است که براساس قرارداد استصناع، اقدام به ساخت دارایی موضوع قرارداد استصناع می‌نماید.

۶. دارایی: هر نوع مال منقول یا غیرمنقول است که با مشخصات تعیین شده در قرارداد استصناع ساخته خواهد شد.

۷. ضامن: شخص حقوقی صاحب صلاحیت و فعال در بازارهای مالی است که با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب شده و وظیفه تضمین پرداخت مبلغ اسمی اوراق توسط بانی به عامل (ناشر) و از عامل (ناشر) به دارندگان اوراق را عهده‌دار است. ضامن توسط بانی معرفی و با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود.[۲]

۸. امین: بانک، مؤسسهٔ بیمه، یا هر شخصیت حقوقی مورد تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار که از طرف عامل (ناشر) انتخاب می‌شود تا در راستای حفظ منافع دارندگان صکوک استصناع بر حسن اجرای قرارداد نظارت مستمر داشته باشد.[۳]

۵. کار ویژه‌های صکوک استصناع

از جمله کارویژه‌های صکوک استصناع می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

۵-۱. کاربرد صکوک استصناع در اعمال سیاست‌های مالی

در کشور ما شیوه‌های گوناگونی برای تأمین مالی کسری بودجه پیش روی دولت قرار دارد. ساده‌ترین راه با توجه به عدم استقلال بانک مرکزی، استقراض از این بانک است ولی این

۱. منظور از ناشر، شرکت با مقاصد خاص (Special Purpose Vehicle) است.

۲. عامل و ضامن می‌توانند دارای شخصیت حقوقی واحد باشند، لکن در این‌صورت می‌بایست شخصیت حقوقی عامل و ناشر از یکدیگر مستقل باشد. به‌دلیل این‌که تضمین اصل سرمایه می‌بایست توسط شخص ثالث صورت پذیرد.

۳. امین و ضامن می‌توانند دارای شخصیت حقوقی واحد باشند.

Archive of SID

www.SID.ir

استقراض سبب افزایش پایه پولی و رشد نقدینگی خواهد شد که اگر متناسب با رشد اقتصادی نباشد سبب افزایش تورم خواهد شد.

شیوه دیگر جذب پس‌اندازهای پراکنده مردم و هدایت آن‌ها به سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پروژه‌ها و طرح‌های توسعه‌ای اولویت‌دار کشور است. شیوه مرسوم برای تأمین مالی کسری بودجه دولت در اکثر کشورها انتشار اوراق قرضه است. در اوراق قرضه دولت فقط از خریداران این اوراق قرض می‌گیرد و هر کجا که می‌خواهد از وجوه حاصله استفاده می‌کند.

در ایران پس از تصویب قانون بانکداری بدون ربا و اعمال آن در ابتدای سال ۱۳۶۳ الزام بانک‌ها به خرید اوراق قرضه دولتی لغو و به بخش خصوصی نیز اوراق قرضه جدیدی ارائه نشد و خرید و فروش این اوراق نیز در بورس اوراق بهادار ممنوع گردید. در فاصله سال‌های ۱۳۶۳ تا ۱۳۷۶ که قانون مربوط به اوراق مشارکت به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید و اجرا گردید، دولت به‌منظور تأمین کسری بودجه‌اش تنها متکی به استقراض از سیستم بانکی به ویژه بانک مرکزی بود.[۱]

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود به دلیل حذف اوراق قرضه و عدم امکان تأمین مالی دولت از این طریق، دولت به سمت استقراض از بانک‌های تجاری و بانک مرکزی حرکت کرد ولی اگر بتوانیم علاوه بر اوراق مشارکت جایگزین دیگری برای اوراق قرضه معرفی نماییم که مشکلات فقهی نداشته باشد تا به‌عنوان یک ابزار مالی برای تأمین مالی دولت یا حتی فراتر، تأمین مالی طرحهای غیردولتی از آن استفاده نماییم، در این صورت علاوه بر حل مشکل تأمین مالی به صورتی مطلوب می‌توانیم ابزاری کارا در اختیار نظام بانکی کشور قرار داده تا از آن طریق به اعمال سیاست‌های پولی مناسب نیز اقدام نمایند.

یکی از روش‌هایی که می‌تواند خلأ ناشی از اوراق قرضه را پر نماید، صکوک استصناع است. نظر به اهمیت تأمین مالی دولت جهت تکمیل طرح‌های عمرانی خود و در عین حال محدودیت اعتبارات تخصیصی لازم برای این پروژه‌ها، وزارتخانه‌ها و سازمان‌های دولتی می‌توانند به جای پرداخت همه یا بخشی از مبالغ به صورت نقدی، به پیمانکاران خود صکوک استصناع واگذار نمایند. در صورتی که دارندگان اوراق به هر دلیل به پول نقد نیاز داشته باشند می‌توانند همه یا بخشی از این اوراق را در بازار ثانویه همراه با تنزیل به فروش رسانند.

---

۱. فرجی (۱۳۸۲)

Archive of SID

www.SID.ir

۵-۲. کاربرد صکوک استصناع در اعمال سیاست‌های پولی

در ایران به جهت تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا، از سال ۱۳۶۳ به بعد از عملیات بازار باز برای اعمال سیاست پولی استفاده نشد و از آن‌جایی که عملکرد تنزیل نیز برای اعمال سیاست پولی و کاهش نقدینگی مؤثر نبوده است، بانک مرکزی تنها از تغییر نرخ سپرده قانونی برای کنترل پول پرقدرت و حجم نقدینگی استفاده نمود. اگر چه بانک مرکزی به علت حذف عملیات بازار باز برای کنترل نقدینگی چاره‌ای جز استفاده از تغییر نرخ سپرده قانونی نداشت اما این خود سبب بیشتر شدن فاصله بین سود اعطایی به سپرده‌گذاران و نرخ سود دریافتی از تسهیلات و طبعاً ناکارآمدی سیستم بانکی در مقایسه با سایر فعالیتهای اقتصادی خواهد شد.

با توجه به آن‌چه که بیان شد به‌خوبی آشکار است که خلأ عملیات بازار باز در اقتصاد ایران خصوصاً پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا به‌وضوح مشاهده می‌شود. لذا به نظر می‌رسد معرفی ابزارهای جدید می‌تواند کمک شایان توجهی برای در اختیار قرار دادن ابزارهای مناسب پولی به بانک مرکزی بنماید. صکوک استصناع در کنار سایر ابزارهای اسلامی مبتنی بر بدهی می‌تواند تا حدود زیادی گره‌گشای این مشکل باشد.

تا قبل از ورود بانک مرکزی به بازار خرید و فروش صکوک استصناع، این اوراق صرفاً کارکرد ابزار مالی خواهد داشت اما با ورود بانک مرکزی ابتدا سیاست انبساطی پولی سپس سیاست انقباضی پولی می‌تواند شکل گیرد.

۵-۳. صکوک استصناع رونق‌بخش بازار سرمایه

بورس اوراق بهادار مکانی است که در آن اوراق بهادار با توجه به سفارش‌های خریداران و فروشندگان معامله می‌شوند. وجود این بازار در عادلانه بودن قیمت اوراق بهادار و سرعت بخشیدن در معاملات، ضروری و انکارناپذیر است. بازار کارای بورس، بازار اوراق بهاداری است که در آن تعداد زیادی خریدار و فروشنده به اطلاعات موجود و دیدگاهی که نسبت به آینده شرکت‌هایی که اوراق بهادار آنها در بازار معامله می‌گردد، عکس‌العمل نشان می‌دهند و بدین ترتیب باعث تعیین قیمت بازار می‌شوند.[۱]

یکی از مواردی که منجر به رونق بورس می‌شود، تنوع ابزارهای تأمین مالی در این بازار است. بازار سرمایه با حضور طیف‌های گوناگون سرمایه‌گذاران اعم از ریسک‌گریز و ریسک‌پذیر،

۱. نمازی (۱۳۸۲)

Archive of SID

www.SID.ir

نیازمند ابزارهای مالی است که بتوانند جوابگوی نیاز فعالان بازارهای مالی باشند. در هر جامعه‌ای گروهی کاملاً ریسک‌گریز بوده و به دنبال سرمایه‌گذاری‌های مطمئن هستند، گروهی گرچه روحیه ریسک‌پذیری نسبتاً خوبی دارند لکن گاهی به دنبال سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و با نقدشوندگی بالا هستند و برخی مؤسسات مالی چون بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی به دنبال ترکیبی از دارایی‌های با ریسک و بازدهی و نقدشوندگی متفاوت هستند تا پورتفوی مطلوبشان را به‌دست آورند؛ صکوک استصناع ابزار مناسبی برای این نوع تقاضاها محسوب می‌شود.

٥-٤. صکوک استصناع ابزاری برای مدیریت نقدینگی بانک‌های بدون ربا

امروزه بانک‌ها، به‌عنوان بزرگ‌ترین واسطه‌های مالی، نقش مهمی در تأمین سرمایهٔ مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی دارند. این نهادهای مالی، در ایفای هرچه بهتر نقش خود، با چالش‌هایی جدی در عرصهٔ مدیریت نقدینگی مواجه هستند. اگر بانک‌ها بخواهند برای مراجعات احتمالی سپرده‌گذاران و سایر نیازهای نقدینگی، وجوه مازادی نزد خود نگهداری کنند با کاهش بازدهی مواجه می‌شوند و اگر بخواهند همه منابع را به‌کار گیرند با ریسک نقدینگی مواجه می‌شوند. بانک‌های ربوی برای حل این مشکل بخشی از منابع خود را به خرید ابزارهای مالی با درجه نقدشوندگی بالا اختصاص می‌دهند. بانک‌های اسلامی، به دلیل ربوی بودن بسیاری از ابزارهای مدیریت نقدینگی، بیش از بانک‌های متعارف با این چالش‌ها روبه‌رو بوده، و در پی راهکارها و روش‌های جایگزین هستند؛ صکوک استصناع می‌تواند برای حل این مشکل به‌کار گرفته شود. بانک‌های اسلامی بخشی از منابع خود را به خرید این اوراق اختصاص می‌دهند و در مواقع نیاز به پول نقد با فروش آن‌ها مشکل خود را حل می‌کنند.

٦. انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار

در این قسمت، با توجه به ماهیت عقد استصناع، انواع صکوک استصناع پیشنهادی این مقاله جهت انتشار در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار می‌گیرند.

٦-١. صکوک استصناع مبتنی بر خرید دین

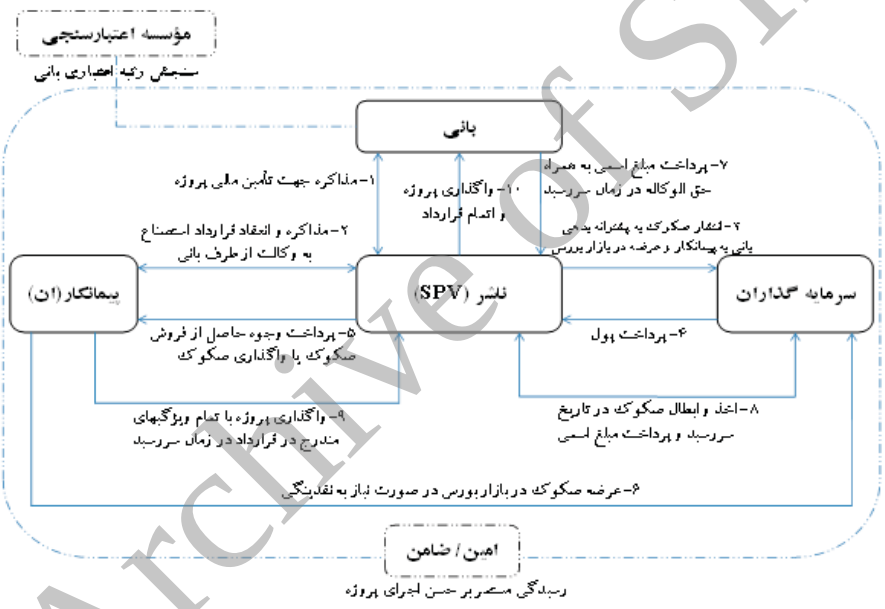
صورت اول: استصناع مستقیم

بانی می‌تواند سفارش ساخت طرح‌ها و پروژه‌های کوچک و بزرگ یا حتی تکمیل طرح‌های موجود و... را به پیمانکاران بدهد و در مقابل به‌جای پرداخت همه یا بخشی از مبلغ به صورت

Archive of SID

www.SID.ir

نقدی، به آنان صکوک استصناع با سررسید مشخص که طرح در آن سررسید به اتمام می‌رسد یا در حال اتمام است مثلاً ۲ ساله، ۳ ساله یا ۵ ساله و یا تلفیقی از آن‌ها به تناسب قرارداد بدهد. طبعاً قیمت اسمی این اوراق به تناسب زمان سررسید بیشتر از قیمت پرداخت نقدی طرح‌ها خواهد بود. خریداران اوراق در صورت نگهداری آن تا تاریخ سررسید می‌توانند به قیمت اسمی اوراق دست یابند و در صورتی که بخواهند در بازار ثانویه آن را بفروشند، این اوراق همراه با تنزیل به فروش می‌رسد و قیمت تنزیل شده نیز متأثر از سازوکار عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار تعیین می‌گردد. این نوع صکوک استصناع کارکردی مشابه اوراق قرضه دارد که فرد از ابتدا میزان و نرخ بازدهی خود را می داند. فرآیند عملیاتی انتشار صکوک استصناع مستقیم در بورس اوراق بهادار به صورت زیر است:



صورت دوم: استصناع غیرمستقیم یا موازی

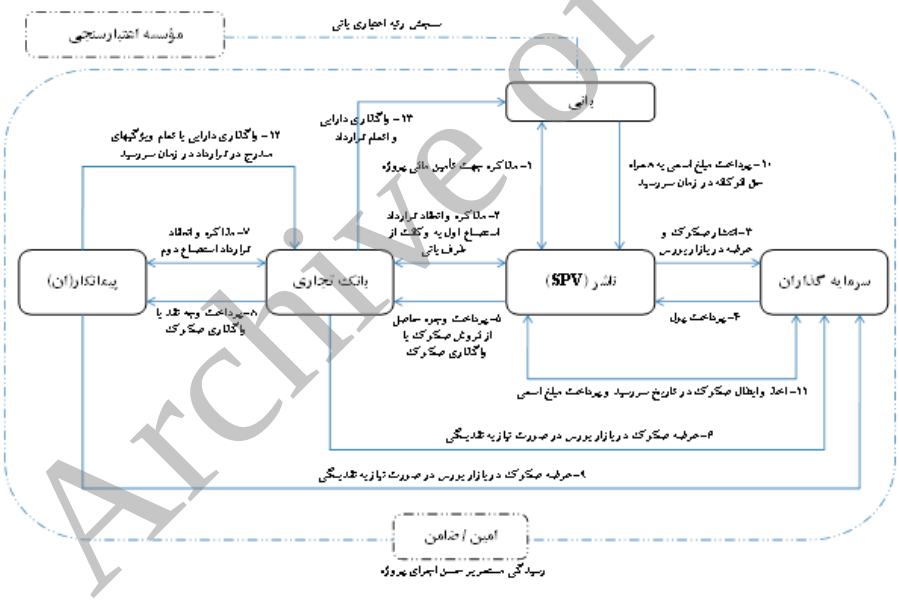
زمانی‌که طرحی توسط صکوک استصناع تأمین مالی می‌شود، بزرگ بوده و یا پیمانکاران کوچک توان اجرای آن را نداشته و یا اساساً تمایلی به انعقاد قراردادهای بلندمدت و ورود به بازارهای مالی را نداشته باشند و لازم باشد طرح بزرگ به طرح‌های کوچک تبدیل شود، بانی می‌تواند با یک بانک تجاری معتبر قرارداد استصناع (استصناع اول) منعقد نماید و وجوه حاصل از

Archive of SID

www.SID.ir

عرضه صکوک در بورس را تحویل بانک نماید و یا در صورت تمایل بانک، صکوک استصناع را به بانک بدهد. ولی این بانک تجاری از آن‌جا که خود نمی‌تواند عملیات احداث یا ساخت انجام دهد، قرارداد استصناع دیگری (استصناع دوم) با پیمانکاران و یا مجریان طرح مطابق استصناع دوم منعقد می‌نماید. در این صورت استصناع غیرمستقیم یا موازی صورت می‌پذیرد. بانک می‌تواند بخشی از مبلغ (و یا در صورت تمایل پیمانکاران صکوک استصناع) را هنگام قرارداد و بخش دیگری را بصورت اقساطی و متناسب با پیشرفت کار تحویل آنان نماید.

بی‌تردید از آن‌جایی که بانک تجاری با قبول استصناع اول به دنبال دریافت سودی مناسب است، دو قرارداد به گونه‌ای تنظیم می‌شود که دربر دارنده سودی برای بانک تجاری باشد. بنابراین کمتر بودن مبلغ قرارداد استصناع دوم از اول امری طبیعی و در عین حال لازم و ضروری است. فرآیند عملیاتی انتشار صکوک استصناع غیرمستقیم در بورس اوراق بهادار به صورت زیر خواهد بود:



این اوراق زمانی قابلیت به‌کارگیری در اعمال سیاست‌های اقتصادی را خواهند داشت که امکان خرید و فروش آن‌ها در بورس اوراق بهادار وجود داشته باشد و فروش دست دوم این اوراق در صورتی جایز است که اساساً اصل بیع دین را جایز دانسته و علاوه بر آن، بیع دین به

Archive of SID

www.SID.ir

کمتر از مبلغ اسمی به شخص ثالث را در چارچوب تنزیل این اوراق نیز مجاز بدانیم. زیرا در بازارهای اولیه و ثانویه، صکوک استصناع عادی قبل از سررسید به قیمت کمتری خرید و فروش می‌شود و تنها در این صورت است که انگیزه مناسب برای خریداران اوراق ایجاد خواهد شد. در غیر این صورت لازم است اوراق منتشره فقط توسط ناشر آن خریداری شود.

با توجه به جواز بیع دین از دیدگاه اکثر فقهای امامیه، این اوراق قابلیت خرید و فروش در بازارهای ثانویه را دارا هستند. دارندگان این اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و مبلغ اسمی اوراق را دریافت کنند و در صورتی‌که به هر دلیل نیاز به پول نقد پیدا کنند، می‌توانند اوراق خود را در بورس اوراق بهادار یا سایر بازارهای ثانویه به تناسب مدت باقی‌مانده تا سررسید با تنزیل عرضه نمایند (بفروشند). بنابراین تا قبل از تصمیم‌دارندگان اوراق برای ورود به بورس اوراق بهادار و تبدیل اوراق به پول نقد، این اوراق همانند سایر اسناد بدهی نظیر سفته مدت‌دار، سند بدهکاری ناشر به دارندگان این اوراق است. در صورتی که بازار ثانویهِ فعالی برای این اوراق به‌وجود آید، این اوراق از قدرت نقدشوندگی بالایی برخوردار خواهند بود؛ بدین معنی که افراد با مراجعه به بورس اوراق بهادار در نرخ تنزیل جاری می‌توانند این اوراق را قبل از سررسید مندرج در این اوراق به فروش رسانده و به نقدینگی مورد نظر دست یابند.

۶-۲. صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک

همان‌طور که در صکوک استصناع عادی ذکر گردید، خرید و فروش دین از دیدگاه اکثر فقهای امامیه، جایز است. لکن مطابق دیدگاه مشهور عالمان اهل سنت خرید و فروش دین جایز نیست و لذا قبل از احداث طرح یا تولید کالا صکوک استصناع (که حکایت از دین خالص منتشرکننده آن به خریدار دارد) قابلیت خرید و فروش ندارد.

یکی از راهکارهایی که برای رفع این مشکل در نظر گرفته شده است، ترکیب عقد استصناع با عقد اجاره به شرط تملیک است.[1] بدین صورت که ابتدا سفارش ساخت دارایی موردنظر بر پایه عقد استصناع داده می‌شود و پس از ساخت دارایی، براساس عقد اجاره به شرط تملیک به متقاضی واگذار می‌شود. به این طریق پس از ساخت دارایی مورد نظر، دارندگان این اوراق (حتی کسانی که قائل به جواز خرید و فروش دین نیستند) می‌توانند در بازار ثانویه به مبادله این اوراق بپردازند.

---

۱. پیشنهاد انتشار صکوک استصناع به‌صورت ترکیبی از عقود استصناع و اجاره به شرط تملیک از سوی کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسیده است.

Archive of SID

www.SID.ir

ویژگی صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک این است که اولاً به ازای دارایی‌ای منتشر می‌شود که هم اکنون موجود نیست بلکه درآینده براساس قراردادی که بین شرکت ناشر و پیمانکاران ساخت طرح منعقد می‌گردد (قرارداد استصناع)، ساخته می‌شود. ثانیاً ترکیبی از عقد استصناع و اجاره است؛ بدین‌گونه که ابتدا طرح احداث و یا کالای مورد نظر ساخته و سپس اجاره داده شده و در پایان دوره نیز طرح (کالا) به ملکیت بانی درآورده می‌شود. بنابراین دارندگان صکوک علاوه بر دریافت اجاره‌بها می‌توانند اوراق خود را فروخته و از افزایش قیمت آن سود ببرند.

بنابر آن‌چه گفته شد، صکوک استصناع بر مبنای اجاره به شرط تملیک متضمن سه قرارداد به شرح زیر است:

۱. قرارداد وکالت بین ناشر و سرمایه‌گذاران: با فروش صکوک استصناع، رابطهٔ وکیل و موکل میان ناشر و سرمایه‌گذاران (سفارش‌دهندگان) برقرار می‌گردد. مالک اوراق ضمن عقد لازمی به ناشر تا سررسید صکوک استصناع وکالت بلاعزل می‌دهد. ناشر به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش صکوک استصناع صرفاً جهت ساخت دارایی و اجارهٔ آن به بانی است.

۲. قرارداد استصناع بین ناشر و پیمانکار: ناشر به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، با سازنده قرارداد استصناع منعقد می‌کند. به موجب این قرارداد سازنده متعهد می‌شود در قبال دریافت مبلغ قرارداد و طبق شرایط مندرج در آن، دارایی را در دوره زمانی معین و با ویژگی‌های خواسته شده به ناشر تحویل دهد.

۳. قرارداد اجاره به شرط تملیک بین بانی و ناشر: ناشر ضمن انعقاد قرارداد وکالت (واگذاری اوراق به سرمایه‌گذاران)، مکلف به انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک با بانی خواهد بود. مبلغ اجاره‌بها و مواعد پرداخت آن طبق توافق طرفین و با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌گردد. بانی موظف است بخشی از اجاره‌بها را طبق شرایط مندرج در قرارداد در دوره ساخت به‌عنوان پیش‌اجاره و بخش دیگر را بعد از تحویل کالا، به ناشر تحویل نماید. با اتمام دوره اجاره به شرط تملیک و بعد از پرداخت آخرین اجاره‌بها، ناشر مکلف به تصفیه صکوک استصناع با سرمایه‌گذاران و تملیک کالای ساخته شده به بانی خواهد بود.

Archive of SID

www.SID.ir

دوره زمانی پرداخت پیش‌اجاره می‌تواند به‌صورت یک ماهه، سه ماهه، شش ماهه یا یک‌ساله باشد. البته تقسیط پیش‌اجاره‌ها و اجاره‌بها می‌بایست به‌نحوی صورت گیرد که در آخرین قسط، مبلغی معادل اصل سرمایه توسط بانی به ناشر پرداخت گردد. در این‌جا درآمد خریداران صکوک عبارت خواهد بود از اجاره‌بهای ماهیانه که بابت نگهداری اوراق دریافت می‌کنند.

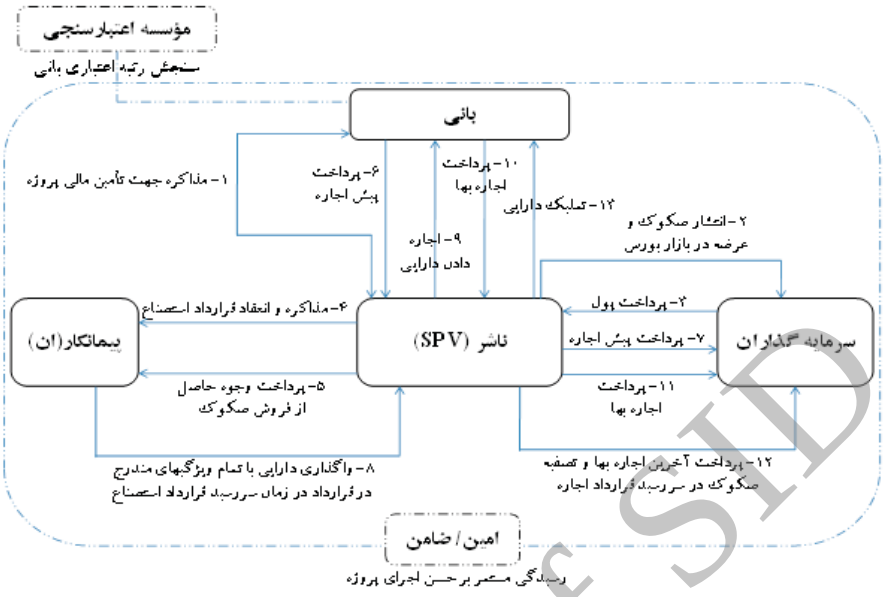
قابل ذکر است که در قرارداد اجاره به شرط تملیک، دارندگان اوراق نسبت به قرارداد اجاره معمولی اجاره بهای بیشتری دریافت می‌نمایند؛ به این دلیل که قیمت عین مستأجره نیز در اجاره بهای دریافتی گنجانده می‌شود، لذا درآمد آن‌ها ثابت و کاملاً قابل پیش‌بینی است. البته برای این‌که این گونه نباشد که سرمایه اولیه سرمایه‌گذاران در طول دوران اجاره به‌صورت سرمایه کوچک و کم فایده تبدیل شود، هیچ مانعی ندارد که پرداخت‌های ماهانه یا سه ماهه و ... به‌عنوان مال‌الاجاره (همانند قرارداد اجاره عادی) پرداخت و سرمایه اولیه در قسط آخر یک‌جا پرداخت گردد.

نکته قابل ذکر این است که عقد استصناع را تنها می‌توان با عقد اجاره به شرط تملیک ترکیب نمود. به این دلیل که هدف اصلی انتشار صکوک استصناع تأمین مالی بانی برای خرید دارایی با ویژگی‌های خاص بوده است و لذا پس از ساخته شدن دارایی و تصفیه اوراق، دارایی می‌بایست به ملکیت بانی درآید. در غیر این‌صورت پس از اتمام دوره اجاره دارایی می‌بایست به قیمت روز در بازار فروخته شده و وجوه حاصله بین دارندگان اوراق تقسیم شود. لذا هدف اصلی انتشار اوراق یعنی رسیدن بانی به دارایی مورد نظرش محقق نمی‌گردد.

در نمودار زیر مدل عملیاتی صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک ارائه شده است:

Archive of SID

www.SID.ir



۶-۳. صکوک استصناع رهنی

تبدیل به اوراق بهادار ساختن دارایی‌ها[1] فرایندی است که به‌واسطه آن منافع وام‌ها و دیگر مطالبات تعهد شده به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن تکنیکی است که در آن یک شخصیت حقوقی اقدام به فروش دارایی‌های مالی خود به شخصیت حقوقی دیگر نموده و آن شخصیت حقوقی نیز جهت تأمین مالی خرید انجام‌شده، به انتشار اوراق بهادار اقدام می‌کند. براساس این روش، دارایی‌هایی که جزئی از ترازنامه بوده به اوراق بهادار تبدیل شده و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند.

در فرایند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها، هر دارایی با درآمد ثابت یا متغیر مانند مطالبات ناشی از وام‌های تجاری، وام‌های رهنی مسکن، حساب‌های دریافتنی، مطالبات مربوط به اجاره‌های بلندمدت و ... می‌توانند به اوراق بهادار تبدیل شوند.

یکی از روش‌های تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، انتشار اوراق بهادار رهنی است. اگر به‌صورت دقیق به فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی بنگریم ملاحظه می‌شود که در حقیقت تسهیلات بانکی به‌وسیله بانک به شرکت واسط (ناشر) منتقل می‌شود. این انتقال از راه

1. Securitization

Archive of SID

www.SID.ir

عقد فروش دین صورت می‌پذیرد. خرید و فروش دَین یکی از مسائل مهم فقهی است که مورد توجه بسیاری از فقیهان و اندیشه‌وران اسلامی قرار گرفته است.[۱]

با توجه به اینکه فقه امامیه (مشهور فقیهان شیعه) قرارداد خرید دین را در اسناد دین واقعی (اسنادی که از معامله واقعی ناشی باشد)، مجاز می‌دانند، بنابراین می‌توان دَین‌های واقعی را به شخص دیگری فروخت. لازم به ذکر است که چون مشهور فقیهان شیعه، بیع دین به دین و بیع کالی به کالی[۲] را صحیح نمی‌دانند بنابراین، اوراق رهنی باید به‌گونه‌ای طراحی شود که چنین مسئله‌ای رخ ندهد. بر این اساس شرکت واسط (ناشر) نمی‌تواند پیش از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه به خرید نسیه دیون اقدام کند بلکه باید پس از تعیین نوع، مقدار دیون، نرخ تنزیل و دیگر متغیرهای مؤثر، به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده و با وجوه حاصل از واگذاری اوراق، به خرید دیون مورد نظر اقدام کند.[۳] بنابراین انتشار اوراق بهادار رهنی با توجه به شرایط ذکر شده از نظر شرعی بلامانع است.

از جمله اوراق بهادار رهنی، می‌توان به صکوک استصناع رهنی اشاره نمود که در این مقاله طراحی می‌شود. فرض کنید یک شرکت یا مؤسسه جهت تأمین مالی دارایی مورد نیاز خود، سفارش ساخت دارایی را در قالب استصناع موازی به بانک تجاری داده و مقرر می‌گردد پس از تکمیل دارایی، بانک دارایی مذکور را در قالب عقد اجاره به شرط تملیک به شرکت یا مؤسسه طرف قرارداد واگذار نموده و سند مال‌الاجاره را تا زمان اتمام قرارداد اجاره در رهن خود نگه دارد. پس از آن‌که دارایی ساخته و به طرف قرارداد اجاره داده شد، بانک درمی‌یابد که اگر این دارایی با بازده خود (اسناد رهنی دارایی) را تبدیل به پول نقد نماید، می‌تواند در سایر پروژه‌ها که دارای بازدهی بیشتری هستند سرمایه‌گذاری نموده و یا این‌که از این طریق ریسک نقدینگی خود را کاهش دهد. برای این منظور بانک اقدام به تأسیس شرکت با مقاصد خاص (SPV) نموده و از او می‌خواهد که به میزان اسنادی که در رهن خود دارد، صکوک استصناع رهنی منتشر کرده، از آن طریق دارایی‌ها را به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) منتقل نماید. واسط پس از گرفتن مجوزهای لازم از بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام به انتشار اوراق مذکور

۱. موسویان (۱۳۸۶)

۲. بیع کالی به کالی بیعی است که در آن مبیع و ثمن موجل باشد. به عبارت دیگر، در این نوع بیع، فروشنده متعهد می‌شود که مبیع را بعد از مدتی مشخص، تحویل مشتری دهد و مشتری هم متعهد می‌شود که ثمن را بعد از مدتی معین به بایع بپردازد و به‌طور عملی حین عقد چیزی دادوستد نمی‌شود. (موسویان (۱۳۸۶))

۳. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶)

Archive of SID

www.SID.ir

نموده و از طریق شرکت تأمین سرمایه به مردم واگذار می‌کند. سپس با وجوه جمع‌آوری شده به وکالت از طرف صاحبان اوراق دارایی مذکور را از بانک خریداری نموده و به وکالت از طرف صاحبان اوراق جانشین بانک در قرارداد اجاره به شرط تملیک می‌شود و از آن پس اجاره‌بها را جمع‌آوری نموده بین صاحبان اوراق تقسیم می‌نماید.

بنابر آن‌چه گفته شد، صکوک استصناع رهنی متضمن چهار قرارداد به‌شرح زیر است:

۱. قرارداد استصناع بین بانی و بانک تجاری: به موجب این قرارداد بانک متعهد می‌شود در قبال دریافت مبلغ قرارداد و طبق شرایط مندرج در آن، دارایی را در دوره زمانی معین و با ویژگی‌های خواسته شده به بانی تحویل دهد.

۲. قرارداد اجاره به شرط تملیک بین بانی و بانک تجاری: مبلغ اجاره‌بها و سررسیدها پرداخت آن طبق توافق طرفین و با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌گردد. بانی موظف است بخشی از اجاره‌بها را طبق شرایط مندرج در قرارداد در دوره ساخت به‌عنوان پیش‌اجاره و بخش دیگر را بعد از تحویل کالا، به بانک تحویل نماید. با اتمام دوره اجاره به شرط تملیک و بعد از پرداخت آخرین اجاره‌بها، ناشر مکلف به تصفیه صکوک استصناع با سرمایه‌گذاران و تملیک کالای ساخته شده به بانی خواهد بود.

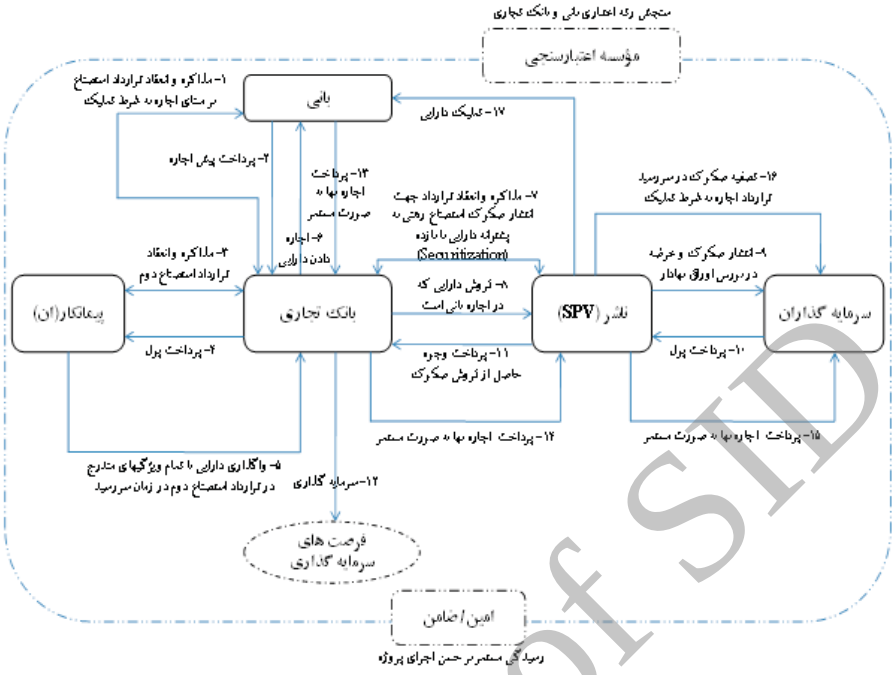
۳. قرارداد استصناع بین بانک تجاری و پیمانکار: به موجب این قرارداد سازنده متعهد می‌شود در قبال دریافت مبلغ قرارداد و طبق شرایط مندرج در آن، دارایی را در دوره زمانی معین و با ویژگی‌های خواسته شده به بانک تحویل دهد.

۴. قرارداد وکالت بین ناشر و سرمایه‌گذاران: با فروش صکوک استصناع رهنی، رابطهٔ وکیل و موکل میان ناشر و سرمایه‌گذاران (سفارش‌دهندگان) برقرار می‌گردد. مالک اوراق ضمن عقد لازمی به ناشر تا سررسید صکوک وکالت بلاعزل می‌دهد. ناشر به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش صکوک مذکور صرفاً جهت دریافت اجاره‌بهای دارایی از بانی و انتقال دارایی در سررسید به بانی می‌باشد.

در نمودار زیر مدل عملیاتی صکوک استصناع رهنی ارائه شده است:

Archive of SID

www.SID.ir



٦-٤. مقایسه ویژگی‌های انواع صکوک استصناع پیشنهادی

می‌توان خصوصیات انواع صکوک استصناع مطرح شده در این مقاله را در قالب جدول زیر خلاصه نمود:

ردیف	شرح	صکوک استصناع مبتنی بر خرید دین	صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک	صکوک استصناع رهنی
۱	بازدهی ثابت	+	+	+
۲	سررسید معین	+	+	+
۳	پرداخت مبلغ مازاد بر قیمت اسمی اوراق در بازار ثانویه	–	+	+
۴	روش کسب بازدهی توسط خریداران	تنزیل دین	دریافت اجاره‌بها	دریافت اجاره‌بها
۵	پشتوانه انتشار در بازار	بدهی بانی به پیمانکار	اجاره دارایی که در آینده ساخته خواهد شد.	فروش دارایی که در اجاره بانی است.

Archive of SID

www.SID.ir

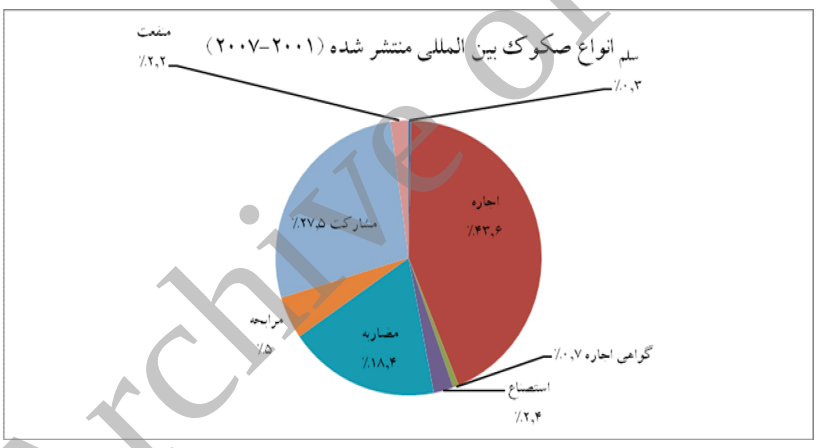
۶	متکی به تولید و معامله	+	+	+
۷	متکی به عقود اسلامی	+	+	+
۸	مورد تأیید فقه امامیه	+	+	+
۹	مورد تأیید مشهور عالمان اهل سنت	–	+	+
۱۰	قابل معامله در بورس اوراق بهادار (بازار ثانویه)	+	+	+
۱۱	ابزار سیاست مالی	+	+	+
۱۲	ابزار سیاست پولی	+	+	+
۱۳	بازه زمانی سررسید	کوتاه‌مدت، میان-مدت و بلندمدت	میان‌مدت و بلندمدت	کوتاه مدت و میان-مدت

با توجه به جدول فوق، صکوک مطرح شده در این مقاله دارای بازدهی ثابت است. البته بازدهی صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک و صکوک استصناع رهنی به‌صورت پرداخت اجاره‌بها و بازدهی صکوک مبتنی بر خرید دین به‌صورت تنزیل دین واقعی گذشته است. نکته قابل ذکر دیگر این است که صکوک مبتنی بر خرید دین به پشتوانه بدهی بانی به پیمانکار جهت ساخت کالای مورد نظر بانی، صکوک مبتنی بر اجاره به شرط تملیک به پشتوانه اجاره دارایی و صکوک استصناع رهنی به پشتوانه فروش دارایی که در اجاره بانی است، می‌باشد. این موضوع در مدل‌های عملیاتی صکوک نیز قابل رؤیت است. به این صورت که در صکوک مبتنی بر خرید دین ابتدا دین بانی به پیمانکار براساس قرارداد استصناع منعقد شده شکل می‌گیرد و آنگاه به پشتوانه این بدهی، صکوک استصناع در بورس اوراق بهادار عرضه می‌گردد و منابع تأمین مالی شده تحویل پیمانکار می‌گردد. در صکوک مبتنی بر اجاره به شرط تملیک ابتدا ناشر اقدام به انتشار و عرضه صکوک در بورس اوراق بهادار می‌نماید و پس از جمع‌آوری وجوه حاصل از پذیره‌نویسی اقدام به انعقاد قرارداد استصناع می‌نماید و پس از تکمیل دارایی آن را براساس عقد اجاره به شرط تملیک به بانی اجاره می‌دهد. به‌عبارت دیگر در این اوراق، خریداران صکوک نقش سفارش‌دهنده دارایی را ایفا می‌نمایند و لذا دینی در این‌جا حادث نمی‌شود و صکوک به پشتوانه دارایی که ساخته و به بانی اجاره داده خواهد شد، منتشر می‌گردد. در صکوک استصناع رهنی نیز ابتدا دارایی سفارش داده شده ساخته می‌شود و به بانی اجاره داده شده و پس از انتقال دارایی به خریداران اوراق، صکوک منتشر می‌گردد.

Archive of SID

www.SID.ir

مبادله صکوک استصناع مبتنی بر خرید دین در بازارهای ثانویه همان‌طور که قبلاً هم ذکر گردید، مورد تأیید اکثر فقهای امامیه است، لکن از نظر مشهور عالمان اهل سنت، این امر جایز نبوده و لذا انتظار می‌رود انتشار این اوراق مورد استقبال اهل سنت قرار نگیرد. از سوی دیگر، از آن‌جا که انتقال صکوک مبتنی بر اجاره به شخص ثالث به منزله اجاره دادن مال‌الاجاره توسط مستأجر به غیر بوده و به رابطه حقوقی بین موجر و مستأجر خدشه‌ای وارد نمی‌سازد، مبادله صکوک مبتنی بر اجاره به شرط تملیک و صکوک رهنی مورد تأیید فقه شیعه و اهل سنت است. لذا انتشار صکوک مبتنی بر اجاره به شرط تملیک و صکوک رهنی طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران را جذب نموده و در صورت انتشار در بازارهای بین‌المللی نیز با اقبال بیشتری مواجه خواهند شد. این موضوع را می‌توان با استفاده از نمودار زیر به‌وضوح مشاهده نمود. نمودار زیر حجم انواع صکوک منتشر شده در فاصله سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ میلادی را در بازارهای بین المللی نمایش می‌دهد:



Resource: (Global research GCC, 2008:19)

ملاحظه می‌شود که که با توجه به حجم صکوک منتشر شده بر مبنای عقد اجاره (۴۳/۶ درصد)، می‌توان انتظار داشت که انتشار صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک و صکوک استصناع رهنی، با استقبال مناسبی از سوی فعالان بازارهای مالی مواجه شود. نکته دیگر در باب مقایسه این نوع اوراق، بازه زمانی انتشار آن‌ها است. اگر یک نوع دارایی خاص را در نظر گرفته و بخواهیم از طریق انتشار این اوراق اقدام به تأمین مالی آن نماییم، مشخص است که دوره

Archive of SID

www.SID.ir

زمانی صکوک رهنی و صکوک مبتنی بر خرید دین کوتاه‌تر است، اما در صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک، پس از تکمیل و ساخت دارایی، نوبت به اجاره دارایی می‌رسد و از این نظر سررسید این اوراق به مراتب طولانی‌تر از انواع دیگر اوراق است.

۷. نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی

۱. اکثر شواهد نشان می‌دهد که توسعه مالی یک عامل اساسی برای رشد است. در حالی‌که شواهد موجود ممکن است تمام تردیدها را مرتفع نکند، لیکن به اندازه‌ای هست که سیاستگذاران را مجاب کند که به سیاست‌های توسعه بخش مالی اولویت بخشند و توجه خود را معطوف به ارتقای این بخش نمایند.

۲. با عنایت به محدودیت‌های شرعی در کاربست اوراق بهادار متداول در بازارهای مالی جهانی جهت نیل به توسعه مالی روز افزون، استفاده از صکوک که متناسب با ساختار حاکم بر بازارهای مالی ایران است، می‌تواند تا حدود زیادی خلأ اوراق قرضه و سایر ابزارهای مبتنی بر بهره را از بین ببرد. یکی از انواع صکوک قابل انتشار در بورس اوراق بهادار کشور، صکوک استصناع است.

۳. صکوک استصناع مبتنی بر بیع دین در صورتی قابل انتشار در بورس اوراق بهادار است که فروش دست دوم این اوراق جایز باشد و این امر زمانی امکان‌پذیر است که اساساً اصل بیع دین را جایز دانسته و علاوه بر آن، بیع دین به کمتر از مبلغ اسمی به شخص ثالث در چارچوب تنزیل این اوراق را نیز مجاز بدانیم. در غیر این‌صورت لازم است اوراق منتشره فقط توسط ناشر آن خریداری شود. با توجه به جواز بیع دین از دیدگاه اکثر فقهای امامیه، این اوراق قابلیت خرید و فروش در بازارهای ثانویه را دارا هستند. لکن از نظر مشهور عالمان اهل سنت، این امر جایز نبوده و لذا انتظار می‌رود انتشار این اوراق مورد استقبال اهل سنت قرار نگیرد.

۴. انتشار صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک در بورس اوراق بهادار به دلیل این‌که به منزله اجاره دادن مال‌الاجاره توسط مستأجر به غیر بوده و این امر به رابطه حقوقی بین موجر و مستأجر خدشه‌ای وارد نمی‌سازد، مورد تأیید فقه شیعه و اهل سنت بوده و از این نظر نسبت به نوع دیگر اوراق مطرح شده مزیت دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

۵. انتشار صکوک استصناع رهنی در بورس اوراق بهادار به منزله فروش مال‌الاجاره توسط موجر به غیر بوده و این امر عقد اجاره منعقد شده را مخدوش نمی‌سازد و مورد تأیید فقه شیعه و اهل سنت نیز هست و لذا انتشار آن می‌تواند بر غنای بازار سرمایه کشور بیفزاید.

۶. برای نهادینه شدن این اوراق به جهت مزایای فراوانی که در پی دارد، پیشنهاد می‌شود همان‌گونه که سود اوراق مشارکت به‌طور کلی معاف از پرداخت مالیات است، سود حاصل از صکوک استصناع نیز دست‌کم برای دوره زمانی چند ساله اول انتشار این اوراق از پرداخت مالیات معاف باشد.

منابع

الف- فارسی

پهلوان، حمید و سیدروح‌اله رضوی (۱۳۸۶)، «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

جعفری صمیمی، احمد و همکاران (۱۳۸۸)، «تأثیر توسعه مالی و آزادسازی تجارت بر رشد اقتصادی در ایران»، *فصلنامه پژوهش‌های بازرگانی*، سال نهم، شماره ۴.

ختایی، محمود (۱۳۷۸)، «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

شیوا، رضا (۱۳۸۰)، «اثر تأمین مالی در درازمدت بر رشد توسعه اقتصادی در اقتصاد ایران»، *اقتصاد کشاورزی و توسعه*، شماره ۳۴.

صالح‌آبادی، علی (۱۳۸۵)، *بازارهای مالی اسلامی*، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع).

فخرحسینی، فخرالدین و علی شهابی (۱۳۸۶)، «بررسی اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی در ایران»، *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی (علوم اقتصادی)*، سال هفتم، شماره ۲۴.

فرجی، یوسف (۱۳۸۲)، *آشنایی با ابزارها و نهادهای پولی و مالی*، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوبات جلسه شماره ۱۶ مورخ ۱۳۸۶/۱۱/۰۳.

کمیجانی، اکبر و محمد نادعلی (۱۳۸۶)، «بررسی رابطه علّی تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران»، *فصلنامه پژوهش‌های بازرگانی*، شماره ۴۴.

Archive of SID

www.SID.ir

کمیجانی، اکبر و محمدنقی نظرپور (۱۳۸۶)، «تأمین مالی طرح های اقتصادی از طریق اوراق استصناع»، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، «اوراق بهادار استصناع؛ مکمل بازار سرمایه»، *دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی*، شماره ۸.

نظرپور، محمدنقی (۱۳۸۴)، «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، شماره ۲۰.

نظرپور، محمدنقی و ایوب خزائی (۱۳۸۹)، «پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار»، *مجله علمی پژوهشی سیاستهای اقتصادی (نامه مفید)*، شماره ۸۱.

نمازی، محمد (۱۳۸۲)، «بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران»، معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.

هال، جان (۱۳۸۴)، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، ترجمه سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، شرکت کارگزاری مفید.

هیبتی، فرشاد و نازی محمدزاده اصل (۱۳۸۳)، «ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی»، *پژوهشنامه اقتصادی*، پژوهشکده امور اقتصادی، سال چهارم، شماره ۴.

ب- انگلیسی

Global investment house (Global research GCC) (2008), "Sukuks- A new dawn of Islamic finance era", January.

Goldsmith, R. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.

King, R. G. and R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, August.

Levine, R. and S. Zervos (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth", World Bank, Policy Research Working Paper, No. 1582, March.

Mckinnon, R. (1973), "Money and Capital in Economic Development", Washington, DC: Brooking Institution.

Salman, Syed Ali (2005), "Islaamic Capital Market Products: Development and Challenges", IDB Group, Occasional Paper No. 9.

Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press.

Archive of SID

www.SID.ir

Taghipoor, Anoshirvan (2008), "The Role of Banking Sector Policies in Financial Development: The Case of Iran", the 18th Annual Conference on Monetary and Exchange Policies, Monetary and Banking Research Academy, Central Bank of Iran.

Archive of SID

www.SID.ir