

مقاله پژوهشی

تحلیل جایگاه صکوک در سیستم اقتصادی ایران

منوچهر غفوری^۱ (دانشجوی دکتری گروه حقوق خصوصی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران).
محمد صادقی^۲ (دانشیار، گروه حقوق، دانشگاه هرمزگان، هرمزگان، ایران)
علیرضا رجب زاده^۳ (استادیار، گروه حقوق، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران).

چکیده

زمینه طراحی ابزارهای جدید مالی در بازار سرمایه ایران با تصویب قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی فراهم گردید. استفاده از ابزارهای مالی مبتنی بر بهره یا سود ثابت با توجه به حرمت ربا طبق احکام اسلام و ممنوعیت بهره در اقتصاد اسلامی، جایگاهی ندارد. بنابراین اندیشمندان مسلمان به فکر ایجاد ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر عقود اسلامی افتادند و با توجه به تجربه بازارهای مالی توانستند در مدت زمان کوتاهی یکی از نوآوری های دهه اخیر در عرصه بحث های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را طراحی کنند. در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید به بعدهای طراحی مالی، فقهی، حقوقی، مدیریت ریسک، حسابداری و مالیاتی توجه کرد یکی از ابعاد مهم انتشار اوراق بهادار اسلامی، چارچوب حقوقی و به ویژه قانون حاکم در معاملات این نوع ابزارهاست این پژوهش با هدف بررسی ماهیت و چالش های فقهی و حقوقی و ابعاد انتشار صکوک که از منظر هدف، کاربردی و از منظر ماهیت و روش، توصیفی تحلیلی محسوب می شود. در نهایت مهمترین نتایجی که در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفت این بود که اوراق بهادار اسلامی گرچه از جهت شیوه عملیاتی شباهت هایی با اوراق بهادار ربوی دارند اما از جهت محتوا و ماهیت حقوقی تفاوت های اساسی دارند و ماهیت ربوی ندارد زیرا هر دو شرط اساسی ربا یعنی قرارداد قرض و شرط زیاده در هیچ کدام از اوراق مربوطه وجود ندارد. تحلیل ماهیت حقوقی این اوراق از آن جهت که در بررسی های حقوقی ایران فاقد سابقه بوده و مشروعیت، ماهیت، اوصاف و آثار آن برای طرفین قرارداد و ... در حد لازم مورد بررسی قرار نگرفته دارای اهمیت است. در این راستا با بررسی تجارب موجود در زمینه قانون حاکم بر معاملات صکوک در دیگر کشورها و بررسی رویکردهای مختلف، الزامات مربوط به بسترسازی حقوقی در بازار سرمایه ایران تبیین شده است. اما از ظرفیت عقود اسلامی برای طراحی ابزارهای مدیریت ریسک استفاده چندانی نشده و رویه موجود صرفاً تطبیق ابزارهای متعارف پوشش ریسک با ضوابط شریعت بوده است.

کلمات کلیدی: صکوک، اوراق مشارکت، اقتصادی، حقوق ایران

^۱ manoochehr.ghafori@gmail.com

^۲ mrs4272@yahoo.com (نویسنده مسئول)

^۳ alirezarajabzade@gmail.com

یکی از مهمترین ابزارهای مالی بازارهای پول و سرمایه در اقتصاد سرمایه داری، اوراق قرضه است. تأمین مالی شرکت ها، کاهش کسری بودجه وزارتخانه ها و شهرداری ها در اجرای طرح های ملی و عمرانی و نیز اجرای سیاست های پولی از طریق عملیات بازار باز، بخشی از کاربردهای این ابزار محسوب می گردد. بازارهای مالی وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده دارند تا شرایط لازم جهت توسعه و رشد پایدار اقتصادی را فراهم نمایند. حمایت این بازارها از بخش واقعی اقتصاد در قالب روش های مختلف تأمین مالی و پوشش ریسک صورت می پذیرد. بطور معمول بازار پول متولی تأمین مالی کوتاه مدت و بازار سرمایه متولی تأمین مالی بلندمدت است و این مهم به کمک ابزارهای مالی انجام صورت می گیرد. از جمله مباحث مهم در حقوق مالیه اسلامی، ارزیابی و بررسی مشروعیت و ماهیت محصولات مالی جدید است. این محصولات که با هدف کاهش ریسک، افزایش سودآوری و افزایش سرعت نقدشوندگی طراحی می شوند، از ابعاد حقوقی مختلف قابل بحث هستند. یکی از این ابزارها که به عنوان محصول دانش مهندسی اسلامی و با الهام گیری از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی ها^۴ در نظام مالی غرب، در سال های گذشته معرفی شده و گسترش فراوانی در کشورهای اسلامی و حتی غیر اسلامی یافته است، اوراق صکوک یا اوراق بهادار اسلامی نام دارد.

۱. مفهوم صکوک

اصطلاح «صکوک» جمع کلمه‌ی عربی صک به معنای چک است؛ استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه‌ی فقهی بانک توسعه‌ی اسلامی پیشنهاد شد. اوراق بهادار صکوک منابع مالی را با پشتوانه‌ی ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی شرکت‌های خاص جذب می‌کنند. نخستین ناشران این اوراق در کشور مالزی مستقر بوده‌اند. در دنیا انواع صکوک منتشر می‌گردد که در حال حاضر در ایران صکوک اجاره مور استفاده‌ی بیشتری برای نهادهای مالی تأمین‌کننده دارند. در فرآیند انتشار صکوک اجاره، وجود حداقل سه نهاد مالی (بانی، شرکت واسط و امین) ضروری است. شرکتی که احتیاج به نقدینگی جهت تأمین دارایی‌های مورد نیاز خود دارد بانی نامیده می‌شود. شرکت واسط نیز با انتشار صکوک و فروش به سرمایه‌گذاران، وجوه مورد نیاز جهت خرید دارایی و اجاره آن به بانی را گردآوری می‌نماید. امین، شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران، مسئولیت نظارت بر کل فرآیند عملیاتی صکوک اجاره را به‌عهده دارد (پاسبان و اسماعیلی، ۱۳۹۲: ۴-۵).

صکوک یکی از محصولات فراگیر اسلامی است که دارای انواع گوناگونی بوده و می‌تواند برای مقاصد خاص از قبیل تأمین مالی پروژه‌ها، تأمین مالی تجاری و غیره مورد استفاده قرار گیرد. براین اساس، صکوک به ۱۴ نوع صکوک اجاره، سلم، استصناع، مباحه، مشارکت، مضاربه، نماینده سرمایه‌گذاری، مزارعه، مساقات، ارائه خدمات، حق الامتیاز، مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، مالکیت منافع دارایی‌های موجود و مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شوند، طبقه‌بندی می‌گردد.

۲. تعریف صکوک در معنای عام

تعریف صکوک عبارت است از: صک به معنای سند و سفته است و معرف واژه‌ی چک در فارسی است. اصطلاح صکوک برگرفته از واژه‌ی عربی صکوک به معنای چک، نوشته‌ی بدهکار، سفته و قبض بدهی است و به‌طور معمول، اوراق قرضه‌ی اسلامی تعریف می‌شود. تمایزی که میان این دو تعریف از صکوک وجود دارد اساسی و مبهم است چرا که با تأکید بر این تفاوت هدف به‌کارگیری صکوک به‌عنوان ابزاری جدید در بانکداری اسلامی تقلید از اوراق قرضه‌ی مبتنی بر بهره در بانکداری معمول نیست بلکه ایجاد ابزاری ابتکاری است که منطبق بر قوانین شریعت اسلامی باشد. در نتیجه صکوک به‌عنوان اوراق بهادار با پشتوانه‌ی مالی تعریف می‌گردد که باید خود دارای ارزش باشد و نمی‌تواند بر اساس فعالیت‌های سفته‌بازی و سوداگرانه و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند سودآوری داشته باشد.

هدف اصلی از انتشار این اوراق تسهیل فرآیند مدیریت داراییها در نظام بانکداری اسلامی بود که در آن زمان به بلوغ خود دست یافته بود. انتشار این اوراق که اوراق سرمایه - گذاری دولتی نام گرفته بودند بر مبنای مفهوم اسلامی قرض بدون بهره انجام گرفت.

اوراق سرمایه گذاری دولتی به موجب مفهوم قرض الحسنه، اوراق قابل مبادله در بورس محسوب نمی شد. بنابراین نمی توانست در بازار ثانویه (بورس اوراق بهادار) خرید و فروش شود در نتیجه مبنای این اوراق از قرض الحسنه به بیع العینة تغییر کرد تا این اوراق قابلیت معامله در بازار دسته دوم را پیدا کند. این واقعه در سال ۱۹۹۲ در مالزی صورت گرفت (صالح آبادی، ۱۳۸۵: ۲۹).

تفکیک و ممیزی سهام سازگار با شریعت به صورت متمرکز توسط انجمن مشاوره شریعت وابسته به کمیسیون بورس اوراق بهادار مالزی صورت می گیرد. فهرستی از سهام مجاز توسط این انجمن دوبار در سال انتشار می یابد. معیارهای تفکیک عمدتاً مبتنی بر فعالیت و درآمد هستند و هیچ تفکیک متنی بر بدهی یا نقدینگی مورد استفاده قرار نمی گیرد.

در ایران نیز: «وجود اینگونه اوراق با حذف اوراق قرضه پس از انقلاب اسلامی و به وجود آمدن نهاد نوینی به نام «اوراق مشارک» طراحی و منتشر شد. این مفهوم نخستین بار به موجب قانون برنامه پنج ساله دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ در پهنه نظام حقوقی ایران پدیدار گشت.» (پاسبان، ۱۳۹۱: ۲۲۹)

۳. ارکان و ماهیت حقوقی انتشار صکوک در ایران

بانی: شخصی است که انتشار اوراق، به سفارش وی و جهت تأمین منابع مالی برای وی صورت می گیرد. در قوانین ایران، بانی شخصی حقوقی است که باید در ایران ثبت شده باشد، مدتی از فعالیت آن گذشته باشد (حداقل دو سال) و به جهت مالی دارای وضعیت روشنی باشد. بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره میگوید بانی «شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق اجاره می نماید» از این تعریف مشخص می شود که الف - اشخاص حقیقی نمی توانند اقدام به انتشار اوراق اجاره نمایند، ب - هدف بانی از انتشار اوراق اجاره تأمین مالی (دستیابی به منابع مالی) یا تأمین دارایی است و ج - در این زمینه باید از قالب عقود اسلامی استفاده شود (برای اجتناب از ربوی شدن فرآیند انتشار اوراق و سود دهی آن).

دستورالعمل انتشار اوراق اجاره در ماده ۲، در بیان شرایط بانی، ابتدا بانی را به دو دسته دولتی و غیر دولتی تقسیم کرده سپس به مصادیق هر دسته اشاره کرده است.

اول: بانی دولتی که بر دو دسته است ۱ - وزارتخانهها؛ ۲ - اشخاص حقوقی مشمول ماده ۴ قانون محاسبات عمومی؛ یعنی آن دسته از شرکتهای دولتی که بیش از ۵۰ درصد سرمایه آنها متعلق به دولت است.

حداقل دو سال از زمان تأسیس آن گذشته باشد. این مطلب به صراحت در ماده دو نیامده، اما از بند ۲ قسمت الف این ماده: «مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد استخراج می شود»

۲- مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد.

۳- حداکثر نسبت مجموع بدهیها به داراییهای آن ۹۰ درصد باشد.

۴- اظهارنظر بازررس و حسابرس شرکت در خصوص صورتهای مالی دو دوره مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.

دوم: بانی غیردولتی که شامل شرکت تعاونی، شرکت سهامی عام یا شرکت سهامی خاص است و در صورتی مجاز به انتشار اوراق اجاره است که واجد تمام شرایط ذیل باشد:

تنها مطلبی که در قوانین ایران مورد اشاره قرار گرفته ممنوعیت بانی از خرید اوراق منتشر شده است (ماده ۱۷ دستورالعمل)؛ امری که از نگاه قوانین دو کشور دیگر مغفول مانده است (قنوتی و داوری لنگرودی، ۱۳۹۰: ۱۳۸-۱۳۹).

شخص حقوقی غیردولتی

- قالب حقوقی آن سهامی یا تعاونی باشد.

- مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد.

- حداکثر نسبت مجموع بدهیها به داراییهای آن ۹۰ درصد باشد.

- اظهارنظر بازررس و حسابرس شرکت در خصوص صورتهای مالی دو دوره مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.

شخص حقوقی عمومی یا دولتی

- وزارتخانه‌ها، اشخاص حقوقی مشمول ماده ۴ قانون محاسبات عمومی.

تبصره: شرکت‌ها و مؤسسات دولتی که شمول قوانین و مقررات عمومی به آنها مستلزم ذکر یا تصریح نام است از جمله شرکت ملی نفت ایران و شرکت‌های تابعه و وابسته به وزارت نفت و شرکت‌های تابعه آنها، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و شرکت‌های تابعه آن، سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع معدنی ایران و شرکت‌های تابعه آنها مشمول شرایط بند "الف" این ماده می‌باشند. شرکت مدیریت دارایی مرکزی: نهاد مالی است که به موجب دستورالعمل فعالیت نهادهای واسطه ۱۳۸۹ شورای عالی بورس و اوراق بهادار تأسیس می‌شود.

فروشنده: شخص حقوقی است که اقدام به فروش دارایی به نهاد واسطه می‌نماید.

ضامن: شخص حقوقی است که پرداخت مبالغ اجاره بها و حسب مورد بهای خرید دارایی مورد اجاره توسط بانی به نهاد واسطه را تضمین می‌نماید. ضامن توسط بانی معرفی و صرفاً از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی ایران، بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا نهادهای عمومی مورد تأیید سازمان تعیین می‌شود.

تبصره ۱: ضامن می‌بایست مستقل از بانی بوده و استقلال آن توسط حسابرس بانی تأیید گردد.

تبصره ۲: در صورتی که اوراق اجاره دارای رتبه اعتباری باشند وجود ضامن الزامی نخواهد بود.

عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق اجاره از سوی ناشر برای فروش اقدام می‌نماید.

عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت‌های مرتبط با اوراق اجاره در سررسیدهای مشخص به سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید.

حسابرس: حسابرس بانی در زمان ارائه طرح تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره و آخرین سال مالی ماقبل آن می‌بایست از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب شده باشد.

شرکت سپرده‌گذاری مرکزی: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه پس از دریافت مبالغ از ناشر، اجاره بها و حسب مورد سود ناشی از سرمایه‌گذاری مجدد بخشی از اجاره بها و وجوه ناشی از فروش دارایی را در سررسیدهای مشخص به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

بازارگردان: بازارگردان اوراق اجاره توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌شود.

متعهد پذیره نویسی: متعهد پذیره نویسی توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌شود.

شرکت تأمین سرمایه: شرکتی است که به عنوان واسطه بین ناشر و سرمایه‌گذاران فعالیت می‌نماید.

در فرایند انتشار اوراق ناشر می‌بایست اوراق را از طریق شرکت تأمین سرمایه در بازار اولیه به فروش رساند.

شرکت تأمین سرمایه توسط واسطه (ناشر) تعیین می‌شود.

مؤسسه رتبه بندی: شرکتی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس اقدام به تعیین رتبه اعتباری اوراق می‌نماید. از آنجایی که خریداران اوراق با ریسک‌های مختلفی روبه‌رو بوده و از سوی دیگر زمان و تخصص لازم جهت بررسی ریسک اوراق برای تمام آنان ممکن نیست، بنابراین می‌بایست اوراق توسط مؤسسه رتبه بندی اعتباری رتبه بندی شوند.

دارایی: هر نوع مال منقول یا غیرمنقول با مشخصات تعیین شده در این دستورالعمل است که می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره واقع شود (موسویان و کشاورزبان پیوستی، ۱۳۹۳: ۱۶۰-۱۶۱).

واسطه: در قوانین ایران، یک دستورالعمل خاص برای فعالیت نهاد واسطه که همان ناشر است تصویب شده است.

در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در سال ۱۳۸۸ شادین قانون با تأسیس نهاد «واسطه» و دادن تحقیقات مالیاتی به بعضی شرکت‌های فعال در بورس در صدد توسعه ابزارهای مالی برآمد در این قانون هیچ‌یک از ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به میان نیامده است و فقط در ماده ۱ قانون اخیر آمده: «نهاد واسطه یکی از نهادها ی مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید.»

و مطابق بند ۱۳ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار به کارگیری ابزار جدید به پیشنهاد سازمان بورس و تصویب شورای عالی بورس که با مشورت کمیته فقهی و حقوقی سازمان که با مشابه نهاد «انجمن مشاوران شریعت» مالزی است اقدام به نشر اوراق مالی جدید (صکوک) می‌کند

نهاد واسط را می‌توان به عنوان یکی از نهادهای مالی قانون بازار اوراق بهادار در نظر گرفت که هدف اصلی از تأسیس آن تأمین مالی شرکتها از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی است. تکالیف نهاد واسط در دو دستورالعمل حاکم بر فعالیت نهاد واسط، یعنی «دستور العمل انتشار اوراق اجاره» به اعتبار آنکه یکی از ارکان انتشار است، و «دستورالعمل فعالیت نهاد واسط» به طور خاص برای فعالیت این نهاد تصویب شده، آمده است که به منظور رعایت اختصار تنها به بیان مهمترین تکلیف آن بسنده می‌کنیم: وکالت از جانب خریداران اوراق در مصرف و جوه حاصل از فروش اوراق اجاره.

در ماده ۱۴ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره آمده است: «با انتشار اوراق اجاره رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق اجاره برقرار می‌شود» و به منظور خاصیت لزوم دادن به عقد وکالت که عقدی جایز است، مقرر داشته «تملیک اوراق اجاره به منزله قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تسویه نهایی اوراق اجاره، غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است» یعنی انعقاد عقد جایز وکالت را ضمن عقد لازم خرید اوراق برده و خاصیت لزوم به آن داده است.

اگرچه استفاده از عبارات «نافذ» و «معتبر» در قسمت اخیر این ماده نیاز به بررسی و دقت نظر دارد و به نظر می‌رسد صحیح نباشد؛ زیرا عبارت غیرنافذ در خصوص عقود به کار می‌رود که عنصر رضا و نه قصد در آن مخدوش باشد. همچنین در معنی غیرنافذ گفته شده عقدی است صحیح و متزلزل در رابطه با حدوث آثار عقد که تزلزل آن به جهت قانونی باشد (نه اختیاری به اختیار متعاقبین) مانند عقد مکره و عقد فضولی. بنابراین بهکار بردن عبارات نافذ و معتبر در این ماده به دور از دقت نظر حقوقی به نظر می‌آید؛ زیرا اراده طرفین در انعقاد این عقد ای رادی نداشته که تصور عدم نفوذ و عدم اعتبار عقد پدید آید (قنوتی و داوری لنگرودی، ۱۳۹۰: ۱۳۸-۱۳۹).

۴. دوره انتشار صکوک بر اساس سررسید

منظور از دوره‌ی انتشار اوراق بهادار اسلامی همان مدت زمان میان انتشار اوراق تا سررسید است. از نظر سررسید، اوراق به سه دسته کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند. در این گزارش، سررسید اوراق کوتاه‌مدت کم‌تر از یک سال است که عموماً این نوع اوراق برای هدف تأمین نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد. اوراق میان‌مدت بین یک تا پنج سال و اوراق بلندمدت بیشتر از ۵ سال است. صکوک بدون سررسید صکوک است که پس از انتشار چارچوب مقرراتی بازل ۳، بانک‌های اسلامی برای رعایت الزامات رکن اول بازل ۳، شروع به انتشار صکوک بدون سررسید نمودند.

۵. محل انتشار صکوک

صکوک بر اساس محل انتشار به دو دسته داخلی و بین‌المللی تقسیم می‌شوند. صکوک داخلی صکوک است که توسط بخش دولتی یا خصوص در ارز رایج داخل یک کشور منتشر می‌شود و چنین صکوک عموماً توسط سرمایه‌گذاران داخلی یک کشور خریداری می‌شود. در مقابل صکوک بین‌المللی، به صکوک گفته می‌شود که در بازارهای بین‌المللی با ارز مورد پذیرش جهانی (عموماً دلار یا یورو) انتشار می‌یابد. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی و جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بین‌المللی است. طی سال‌های گذشته، استقبال قابل توجهی از صکوک در عرصه‌ی بین‌المللی به عمل آمده است و ناشران و سرمایه‌گذاران بین‌المللی صکوک در حال گسترش هستند. امروزه بزرگ‌ترین بازار داخلی صکوک مربوط به کشور مالزی و بزرگ‌ترین ناشر بین‌المللی صکوک، کشور امارات متحده‌ی عربی است (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۵۶-۵۷).

۶. انتشار صکوک بر اساس ماهیت و سود و بازدهی

از منظر سود و بازدهی، صکوک را می‌توان در دو دسته‌ی کلی اوراق غیرانتفاعی و انتفاعی تقسیم‌بندی نمود که اوراق انتفاعی خود به دو دسته اوراق با سود معین و اوراق با سود انتظاری قابل تفکیک است. اوراق غیرانتفاعی شامل اوراق قرض‌الحسنه و وقف می‌شود. عموماً اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای در زمره‌ی اوراق بهادار اسلامی با سود ثابت و معین قرار می‌گیرد. از جمله‌ی این اوراق می‌توان به اوراق مباحه،

اجاره، سفارش ساخت و اسناد خزانه‌ای اسلامی اشاره نمود. ساختار اوراق سلف نیاز به تفصیل بیشتر دارد و در نگاه دقیق‌تر هرچند که مبتنی بر عقود مبادله‌ای است اما در ساختار انتشار اوراق سلف در ایران از دو اختیار معامله (اختیار خرید برای بانی و اختیار فروش برای دارنده‌ی اوراق) استفاده شده است و این امر سبب شده سود اوراق در بازه‌ی مشخصی متغیر باشد و به‌نوعی می‌توان عنوان کرد که دامنه‌ی سود اوراق سلف معین است و در زمره‌ی اوراق با سود معین قرار می‌گیرد، اما سود این اوراق ثابت نیست. انتشار اوراق با پشتوانه‌ی تسهیلات و مطالبات بانکی را می‌توان بسته به نوع تسهیلات به دو دسته‌ی کلی رهنی مبتنی بر تسهیلات اعطایی از طریق عقود مبادله‌ای (غیر از سلف) منتهی به مطالبات و اوراق رهنی مبتنی بر تسهیلات مشارکتی منتهی به تملیک دارایی فیزیکی طبقه‌بندی نمود. هم‌چنین در ساختار پایه‌ی اوراق خرید دین، سود اوراق ثابت و معین است، اما در مدل پیشنهادی ایران، با توجه به عدم تطابق زمان‌بندی دریافت سود تسهیلات (که به‌صورت روزانه صوت می‌پذیرد) و پرداخت سود اوراق (که هر سه ماه صورت می‌گیرد) و امکان سرمایه‌گذاری مجدد منابع طی این دوره، سود اوراق رهنی با پشتوانه‌ی تسهیلات بانکی بسته به بازدهی سرمایه‌گذاری مجدد منابع می‌تواند متغیر باشد. در شکل زیر طبقه‌بندی اوراق صکوک بر اساس ماهیت سود و بازدهی آمده است (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۵۸-۵۹).



۷. انتشار صکوک بر اساس میزان استفاده از اعتبارافزاها

سازوکار ارتقای رتبه‌ی اعتباری روشی است برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراقی که یک شرکت یا نهاد مالی منتشر می‌کند. این روش جزء مهم تبدیل به اوراق بهادارسازی در تأمین مالی ساختار یافته محسوب می‌شود و برای مؤسسات رتبه‌بندی دارای اهمیت است. روش ارتقای رتبه‌ی اعتباری، ریسک نکول (اعتباری) یک بدهی را کاهش داده و به این صورت باعث افزایش رتبه‌ی اعتباری و کاهش سود و بازدهی اوراق می‌گردد.

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه‌ی اعتباری را می‌توان در دو دسته‌ی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مازاد، وثیقه‌گذاری بیش از حد، ذخیره یا وثیقه‌ی نقدی جزء سازوکارهای درونی ارتقای رتبه‌ی اعتباری و اوراق ضمانت و ضمانت‌های مالی و اعتباری اسنادی جزء سازوکارهای بیرونی ارتقای رتبه‌ی اعتباری محسوب می‌گردند. هم‌چنین، سازوکارهای ارتقای رتبه‌ی اعتباری را در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان در سه دسته طبقه‌بندی نمود:

۱. سازوکارهای فراهم‌شده توسط بانی

۲. سازوکارهای ساختاری

۳. سازوکارهای فراهم‌شده توسط شخص ثالث

در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان صکوک را با توجه به نوع استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در سه دسته‌ی کلی طبقه‌بندی نمود:

۸. صکوک با سازوکارهای کامل ارتقای رتبه‌ی اعتباری

در این ساختار، معمولاً صکوک مشمول ضمانت شخص ثالث توسط یک شرکت مادر یا مالک اولیه‌ی دارایی پایه می‌شود. در این ساختار اگر نهاد واسط نتواند از عهده‌ی تعهدات پرداختش برآید، ضامن مقادیر کسری را مطابق با موازین شریعت جبران خواهد کرد. رتبه‌بندی در این نوع صکوک بستگی به کیفیت اعتباری بانی یا شخص فراهم‌کننده‌ی سازوکارهای ارتقای رتبه‌ی اعتباری دارد.

۹. صکوک بدون سازوکارهای ارتقای رتبه‌ی اعتباری

در این ساختار، صکوک شبیه اوراق مبتنی بر دارایی در تبدیل به اوراق بهادارسازی عمل می‌کند. مجموعه‌ی دارایی‌های پایه تنها مبنای پرداخت اصل و بهره است و رتبه‌بندی در این نوع صکوک بر اساس توانایی دارایی‌های پایه برای ایجاد جریان نقدی صورت می‌پذیرد. صکوک مبتنی بر دارایی صکوکی است که دارایی مبنای انتشار آن اموال ملموس یا غیرملموس بوده و دارنده فقط در سود شریک است (شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص ۱۴۸). صکوک مبتنی بر دارایی صرفاً به دارنده نوعی مالکیت ذینفعی^۵ اعطا می‌کند؛ لذا در فرض قصور در پرداخت یا ورشکستگی بانی، دارنده هیچ ادعایی نسبت به دارایی‌های پایه ندارد (Knifer, 2012, p ۱) در حال حاضر صکوک در ایران بیشتر تابع این مدل از صکوک است.

دلیل پیش بینی این نوع صکوک این بود که هم ناشران صکوک حاضر به فروش دارایی خود نبودند، هم سرمایه‌گذاران تقاضای پذیرش ریسک ناشی از مالکیت دارایی پشتوانه را نداشته و اسنادی شبیه به اوراق قرضه با سود ثابت را طلب می‌کردند. آنچه مورد نیاز بود این بود که دارایی پشتوانه به سرمایه‌گذاران فروخته شده، ایشان مالک ذینفعی این اموال شوند، در حالی که مالکیت قانونی آن همچنان متعلق به ناشر باشد و سرمایه‌گذار با توجه به مالکیت ذینفعی خود، تنها در سود ناشی از دارایی شریک باشد (Abdullah, 2012: p7). صکوک مبتنی بر دارایی، خریداران اوراق و به عبارت بهتر سرمایه‌گذاران در زمانبندی مشخص درصد معینی سود دریافت می‌کنند (تسخیری، ۱۳۸۶، ص ۱۲).

۱۰. صکوک با سازوکارهای ارتقای رتبه‌ی اعتباری ناقص

این ساختار صکوک در واقع ویژگی‌های دو ساختار قبلی را ترکیب می‌کند و معمولاً شخص ثالثی نقصان‌های احتمالی را ضمانت می‌کند. رتبه‌ی اعتباری در این نوع صکوک بستگی به ظرفیت دارایی‌های پایه برای تحقق تعهدات مالی، شرایط ضمانت و کیفیت اعتباری ضامن دارد (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۵۹-۶۰).

. منظور از مالکیت ذینفعی این است که عناصری از بسته حقوق مالکیت نظیر حق استفاده از سود حاصل از دارایی به مالک ذینفعی تعلق دارد، هرچند که مالکیت قانونی آن متعلق به شخص دیگری است (شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص ۱۵۰). این مفهوم از حقوق تراست در انگلستان اتخاذ و بعدها به کشورهای نظام حقوق نوشته نیز وارد شده است.

۱۱. چالش‌های پیش روی بازار صکوک

به‌رغم این‌که در سال‌های اخیر بازار صکوک با رشد چشم‌گیری همراه بوده است، این بازار با چالش‌هایی مواجه است که می‌تواند رشد آن را در سال‌های آتی با مشکلاتی مواجه نماید. در ادامه به برخی از این چالش‌ها خواهیم پرداخت:

^۵ . منظور از مالکیت ذینفعی این است که عناصری از بسته حقوق مالکیت نظیر حق استفاده از سود حاصل از دارایی به مالک ذینفعی تعلق دارد، هرچند که مالکیت قانونی آن متعلق به شخص دیگری است (شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص ۱۵۰). این مفهوم از حقوق تراست در انگلستان اتخاذ و بعدها به کشورهای نظام حقوق نوشته نیز وارد شده است.

۱. ریسک نرخ سود: مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌نمایند؛ چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آن‌ها، در مقایسه با نرخ سود بازار سود کمتری دریافت می‌کنند؛
۲. فقدان بازارگردان و در نتیجه کاهش نقدشوندگی بازار ثانویه؛
۳. عدم کفایت حجم بازار اولیه و در نتیجه کم‌تر بودن رونق بازار اوراق صکوک در مقایسه با سایر بازارها و اوراق مشارکت؛
۴. فقدان معیارهای مناسب ارزیابی پرتفوی سرمایه‌گذاری متشکل از ابزارهای مالی اسلامی؛
۵. عدم اطلاع کافی بازارها و سرمایه‌گذاران غربی از تنوع و ویژگی‌های ابزارهای مالی اسلامی؛
۶. عدم ایجاد زیرساخت‌های لازم برای توسعه‌ی بازار صکوک به شکل مناسب؛
۷. استاندارد کردن فرآیند ارزیابی قیمت‌گذاری این دارایی‌ها؛
۸. تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق می‌بایست صورت گیرد تا روند سرمایه‌گذاری ساده‌تر از شرایط کنونی شود؛
۹. تسهیل فرآیند ارزیابی و تأیید شرعی ساختار اوراق صکوک می‌باید صورت گیرد.
۱۰. نبود چارچوب‌های حقوقی دقیق در تمامی کشورها، به خصوص در کشورهای غیراسلامی؛
۱۱. وجود تفسیرهای مختلف در میان اندیشمندان اسلامی از شریعت اسلام، به خصوص در ارتباط با مسائل مالی و سود مربوط به آن‌ها (شام عبدالله، ۲۰۱۳: ۵)

صکوک از حیث مقررات نیز با چالش‌های متعددی روبه‌رو است که در زیر به برخی مورد از آنها یعنی کمبود عرضه، بورس بازی، نبود استانداردهای لازم، چالش‌های قانونی و نظارتی و مشکل مالکیتی در صکوک پرداخته می‌شود.

۱۲. الف: کمبود عرضه

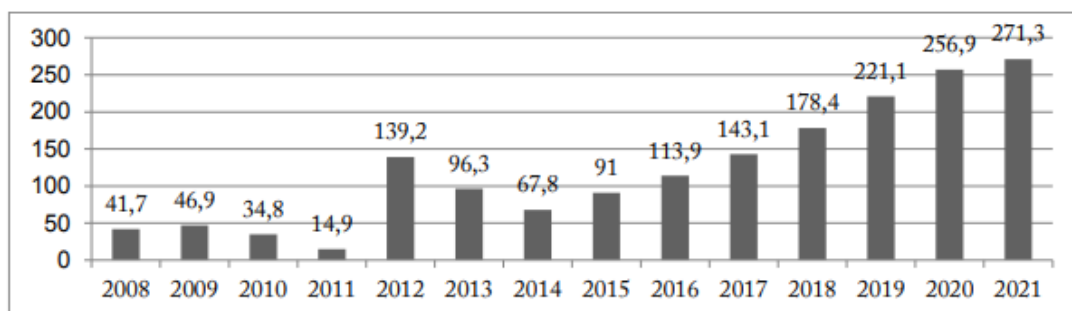
به‌رغم افزایش انتشار اوراق صکوک در سال‌های اخیر، حجم این اوراق همچنان کافی نیست. با توجه به برخی چالش‌ها در انتشار اوراق صکوک، منتشرکنندگان این اوراق از انتشار بیشتر آن خودداری می‌کنند.

الف- اولین چالش برای انتشار اوراق صکوک به هزینه‌های بالای آن باز می‌گردد. ساختارهای اوراق بهره‌گیری از تخصص و مهارت‌های بیشتری را طلب می‌کند؛ مشاوره مذهبی و استفاده از منابع مختلف در این زمینه هزینه‌ی تولید و انتشار اوراق صکوک را افزایش داده است. بنابراین، انتشار اوراق صکوک به مدت زمان بیشتری نیاز دارد. به‌عنوان مثال، انتشار اوراق صکوک‌ای افسی الهلال به علت این محدودیت‌ها و فرآیندهای موجود سه سال به طول انجامیده است (Reuters, 2014: 3-9).

ب- از سوی دیگر، انتشار اوراق صکوک در مقایسه با دیگر اوراق متداول بازدهی بیشتری دارد؛ بنابراین منتشرکنندگان این اوراق تمایل ندارند هزینه‌ی بیشتری را برای تولید و انتشار آن پرداخت کنند. این محدودیت‌ها و چالش‌ها مانعی بر سر راه تولید و انتشار اوراق صکوک به‌شمار می‌رود. به‌عنوان مثال، سخنگوی وزارت دارایی کانادا به این موضوع اشاره می‌کند که «انتشار اوراق جدید هزینه‌های بسیاری را به‌همراه خواهد داشت. افزایش هزینه‌ها با اهداف ما برای تولید اوراق با هزینه‌های کم‌تر و تأمین نیازهای مالی دولت با کم‌ترین هزینه سازگاری ندارد.» (Reuters, 2014: 3-9).

ج- از طرفی، در بسیاری از کشورها مقررات قانونی و مالیاتی برای تولید و انتشار اوراق صکوک وجود ندارد و قانون از انتشار این اوراق حمایت نمی‌کند. ساختار انتشار اوراق صکوک بسیار پیچیده است، بنابراین نیازمند مالکیت و انتقال دارایی‌های فیزیکی است. بنابراین، این محدودیت‌ها در کشورهای مختلف انتشار صکوک را با مشکلات و چالش‌های جدی مواجه می‌کند. به‌عنوان مثال در اندونزی، بر اساس قانون شماره‌ی ۱ مصوب سال ۲۰۰۴، در ارتباط با وزارت خزانه‌داری این کشور، انتقال دارایی‌های دولتی به شخص ثالث با محدودیت‌های جدی روبه‌رو است. همچنین، در بسیاری از کشورهای شورای همکاری خلیج فارس مشکلاتی در ارتباط با قوانین ورشکستگی و تولید اوراق صکوک وجود دارد. از طرفی، انتشار اوراق صکوک نیازمند قوانین و مقررات مالیاتی جدید است زیرا انتشار و سرمایه‌گذاری در اوراق صکوک راه را برای دریافت مالیات‌های بیشتر فراهم می‌نماید. برخی از کشورها هنوز قوانین مالیاتی خود را برای تولید و انتشار اوراق صکوک اصلاح نکرده‌اند. بنابراین، در سال‌های گذشته انتشار صکوک در بسیاری از کشورها با محدودیت و چالش‌های بسیاری همراه بوده است. بنابراین،

اصلاح قوانین موجود و تصویب قوانین جدید برای تولید و انتشار اوراق صکوک، به خصوص در کشورهای اسلامی از اهمیت بسیاری برخوردار است. در نمودار زیر میزان کمبود اوراق صکوک در سال‌های مختلف به نمایش گذاشته شده است (IFSB, 2016: 19).



Note: 2017, 2018, 2019, 2020 and 2021 data are projection of Reuters.

Source: Reuters (2016:75).

بر اساس نمودار فوق، کمبود عرضه در مقایسه با میزان تقاضا کاملاً مشهود است. در هر سال، میزان تقاضا برای صکوک از میزان عرضه بیشتر بوده است. به عنوان مثال، در سال ۲۰۰۸، میزان تقاضا ۴۱/۷ میلیارد دلار بیش از عرضه است؛ این رقم در سال ۲۰۱۲ به ۱۳۹/۲ میلیارد دلار می‌رسد. به رغم کاهش اختلاف میان عرضه و تقاضا در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴، در سال‌های بعد بار دیگر این اختلاف افزایش می‌یابد. با توجه به نمودار مذکور، انتظار نمی‌رود که این اختلاف میان عرضه و تقاضا در آینده‌ی نزدیک کاهش یابد و این روند در سال‌های آینده نیز ادامه خواهد داشت.

۱۳. ب: نبود استانداردهای لازم

نبود استانداردها و شرایط لازم یکی دیگر از موانع تولید و انتشار اوراق صکوک به شمار می‌رود، زیرا استاندارد نبودن اسناد مرتبط با اوراق صکوک و همچنین تفسیرهای شرعی در این ارتباط هزینه‌های انتشار این اوراق را در مقایسه با دیگر اوراق افزایش داده است. هزینه‌های بیشتر تولید و انتشار اوراق صکوک را کم‌صرفه می‌کند. بنابراین، نبود استانداردهای لازم از افزایش عرضه و در نتیجه گسترش بازار اوراق صکوک در سطح بین‌المللی جلوگیری می‌کند. از سوی دیگر، نبود این استانداردها سبب افزایش شک و تردید در میان صاحبان صنایع می‌شود. در نهایت، نبود استانداردهای لازم سبب تضعیف بازار ثانویه می‌شود و در نتیجه کاهش داد و ستد می‌شود (IFSB, 2016: 21). برخی از کارشناسان بازار به این موضوع اشاره کرده‌اند که استاندارد سازی بازارهای مالی اسلامی پیامدهای منفی نیز به همراه دارد. به اعتقاد نویسندگان گزارش اخیر مرکز مالی بین‌المللی دویی در ارتباط با اوراق صکوک، بیانیه‌ی سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی تأثیرات به‌سزایی بر توسعه‌ی اوراق قرضه‌ی اسلامی داشته است. بیانیه‌ی سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی در فوریه ۲۰۰۸ و پس از انتقادهای شیخ عثمانی در خصوص انتشار صکوک منتشر شد. این بیانیه بر اساس ۶ اصل نوشته شده است. قابلیت معامله‌ی اوراق صکوک، مسئولیت‌های مدیر اوراق صکوک، خرید دارایی بر اساس صکوک مشارکت، ساختارهای صکوک مضاربه و وکالت و وظایف علمای اسلامی از جمله مواردی است که در این بیانیه مورد تأکید قرار گرفته است. سرمایه‌گذاران باید صاحبان قانونی دارایی‌های اساسی باشند؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند مالک اوراق اسمی باشند. سرمایه‌گذاران همچنین نمی‌توانند مبلغ اصلی صکوک را از طریق تعهد به خرید املاک اساسی در ارزش اسمی آن تضمین نمایند. دارایی‌ها را تنها می‌تواند بر اساس قیمت بازار آن خریداری کرد و ارزش اسمی اوراق صکوک نباید تضمین شود. هنگامی که درآمدهای حاصل از دارایی‌های اساسی کمتر از ارزش مورد انتظار باشد، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از وام استفاده نمایند. منتشرکننده‌ی اوراق صکوک می‌تواند حساب‌های ذخیره‌ی ویژه‌ای را برای جبران این کاهش درآمد در نظر بگیرد. مسئولیت علمای اسلامی نباید به صدور فتوا در مرحله‌ی اولیه‌ی تعیین ساختار صکوک محدود شود، بلکه علمای اسلامی می‌توانند بر دیگر مراحل مرتبط با اوراق صکوک نظارت داشته باشند. تمامی این شرایط هزینه‌ی انتشار صکوک را افزایش می‌دهد و فرآیند آن را پیچیده‌تر می‌نماید. بر اساس دستورالعمل مرکز مالی بین‌المللی اسلامی دویی، در سال ۲۰۰۸، سهم اوراق صکوک مشارکت و مضاربه به ترتیب ۸۳ و ۶۸

درصد کاهش یافته است. به ادعای این دستورالعمل، بیانیه‌ی سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی مهم‌ترین دلیل این تغییرات بوده است.

یکی دیگر از مسائل مهم تعیین مقررات و استانداردسازی اوراق صکوک همکاری میان نهادهای نظارتی است. با وجود اینکه تأسیس نهادهای نظارتی اسلامی برای مؤسسات مالی در تمامی کشورها دشوار خواهد بود، تأسیس یک اداره‌ی حکومتی در ساختارهای لازم و ضروری است. هنگامی که استانداردهای بین‌المللی در ارتباط با مسائل مالی اسلامی مشخص شود، تعیین مقررات محلی (داخلی کشورها) ساده‌تر خواهد بود.

۱۴. ج: ریسک قوانین و مقررات

ریسک قوانین و مقررات یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است. در حالت کلی می‌توان این ریسک را به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم کرد. ریسک قوانین و مقررات داخلی شامل احتمال تغییر تمام قوانین و مقررات مرتبط با انتشار اوراق، قوانین مالیاتی، قوانین خاص (مانند ممنوعیت تملک زمین به وسیله اتباع بیگانه) و ریسک قراردادهای حقوقی منعقد شده بین طرف‌های گوناگون است. در این باره دو نکته اهمیت دارد. نکته نخست آنکه، مسؤلیت اجازه انتشار عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار است و در صورتی که این نهاد نظارتی رویه ثابتی در باره وضع مقررات مربوطه داشته باشد ریسک قوانین و مقررات کاهش می‌یابد. نکته دوم آنکه، بسیاری از ریسک‌های صکوک اجاره را می‌توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد. از این رو نوع و میزان اعتبار قرارداد حقوقی منعقد شده بین طرف‌های فعال در فرآیند انتشار صکوک اجاره بسیار مهم و حائز اهمیت است. این موضوع تحت تاثیر قوانین حقوقی هر کشور است. در موردهای معدودی قراردادهای حقوقی منعقد شده، سرمایه‌گذاران را دچار مشکل‌هایی کرده است. مهم‌ترین نمونه آن، صکوک اجاره‌ای است که در سال ۲۰۰۲ در مالزی منتشر شده است. در این صکوک به علت عدم استفاده از قراردادهای حقوقی معتبر و متناسب با بستر حقوقی کشور مالزی، مشکل‌های حقوقی متعدد برای سرمایه‌گذاران و دارندگان صکوک پدید آمد. بعد دیگر ریسک قوانین و مقررات خارجی است، هنگامی این ریسک پدید می‌آید که اوراق اجاره در سطوح بین‌المللی منتشر شود. این ریسک از دو بعد قابل بررسی است. بعد نخست مربوط به سرمایه‌گذاران بین‌المللی است که تابع قوانین کشور خود هستند و مهم‌ترین ریسک آن ریسک مالیاتی است. بعد دوم زمانی رخ می‌دهد که نهادهای فعال در این اوراق متعلق به چند کشور باشند. از آنجا که قانون و مقررات خاصی بر نحوه فعالیت نهادهای چند ملیتی وجود ندارد باید اوراق به گونه‌ای طراحی شوند که بر ریسک ناشی از اعمال مقررات کشورهای گوناگون بر نهادهای مالی فعال به حداقل ممکن رسد (سروش و صادقی، ۱۳۸۷: ۱۷۷-۱۷۸).

۱۵. قوانین صکوک در ایران

همزمان با گسترش ابزارهای بازار سرمایه در کشورهای دیگر، در ایران نیز زمینه‌های لازم جهت استفاده از این دسته از ابزارها با تصویب «قانون بازار اوراق بهادار» در سال ۱۳۸۴ فراهم شد. تا قبل از تصویب این قانون به غیر از سهام تنها ابزار مالی اسلامی قانونی، اوراق مشارکت بود که آن هم به صورت محدود منتشر می‌شد. در این قانون برای اولین بار اوراق بهادار یا همان ابزار مالی تعریف شد و وظیفه طراحی ابزارهای مالی جدید بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و وظیفه تصویب آنها بر عهده شورای عالی بورس قرار گرفت. بر اساس بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، اوراق بهادار عبارت است از هر نوع ورقه یا مستندی که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد.^۶ وجود برخی از مشکلات مالیاتی جهت انتشار اوراق بهادار اسلامی در کشور سبب شد تا قانونی با عنوان «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در بهمن ماه ۱۳۸۸ به تصویب مجلس شورای اسلامی برسد. در این قانون یک نهاد، مالی جدید به نام نهاد واسط تعریف شد و برخی از معافیت‌های مالیاتی برای آن در نظر گرفته شد (ع، ۱۱، ۱۲).

^۶ - اوراق بهادار: هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. شورا، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در متن این قانون، معادل هم در نظر گرفته شده است.

با تصویب و ابلاغ برنامه پنج ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در دیماه ۱۳۸۹ و تاکید بر استفاده از ابزارهای تامین مالی و صکوک اسلامی برای توسعه نظام تامین مالی کشور به نظر می‌رسد مدیران می‌توانند از ظرفیتهای ایجاد شده به منظور تنوع بخشی به منابع تامین مالی و تغییر رویکرد از مدیریت هزینه به سمت مدیریت مالی، استفاده نمود (برفی، ۱۳۹۰: ۵).

۱.۶. گفتار اول: قوانین مربوط به حل و فصل اختلافات در خصوص ماهیت حقوقی اوراق بهادار (صکوک)

قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱، قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸، ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه مصوب ۱۳۸۹، قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب ۱۳۹۴ و قانون برنامه ششم توسعه مصوب ۱۳۹۶ از قوانین اصلی مهم حاکم در زمینه انتشار صکوک در بازار مالی ایران به شمار می‌آیند.

در اصل ۱۳۹ قانون اساسی آمده است: «صلح دعوی راجع به اموال عمومی و دولتی یا ارجاع آن به داوری در هر مورد، موکول به تصویب هیئت وزیران است و باید به اطلاع مجلس برسد. در مواردی که طرف دعوا خارجی باشد و در موارد مهم خارجی، باید به تصویب مجلس نیز برسد. موارد مهم را قانون تعیین میکند.» (مجلس شورای اسلامی، ۱۳۷۶). این اصل، صلح دعوی راجع به اموال عمومی و دولتی و ارجاع آن به داوری را در مواردی که طرف دعوا خارجی باشد، منوط به تصویب هیئت وزیران و مجلس می‌داند. ایراد این اصل از آنجا ناشی میشود که سرمایه‌گذاران خارجی با دادگاهها و قوانین ملی میانه خوبی ندارند و از آنجا که نهادهایی همچون داوری تجاری بین المللی هم اکنون با صرف وقت و هزینه کمتر و سرعت عمل بیشتر به حل و فصل اختلافات می‌پردازند، سرمایه‌گذاران به اینگونه نهادها رغبت بیشتری نشان میدهند. از این رو به نظر میرسد این اصل مانع بزرگی در زمینه انعقاد قراردادهای بین المللی و از جمله انتشار اوراق در سطح بین المللی باشد (فیضی چکاب و همکاران، ۱۳۹۴: ۱۴۹-۱۷۸).

به منظور رفع این مشکل تلاشهایی انجام شده که نمونه آن تصویب قانون داوری تجاری بین المللی در سال ۱۳۷۶ است. بر اساس ماده ۲ این قانون، داوری اختلافات در روابط تجاری بین المللی اعم از خرید و فروش کالاها و خدمات، حمل و نقل، بیمه، امور مالی، خدمات مشاورهای، سرمایه گذاری، همکاریهای فنی، نمایندگی، حق العمل کاری، پیمان کاری و فعالیت‌های مشابه مطابق مقررات این قانون صورت خواهد پذیرفت. همچنین در ماده ۲۷ این قانون در خصوص قانون حاکم آمده است: «داور برحسب قواعد حقوقی که طرفین در مورد ماهیت اختلاف برگزیده اند، اتخاذ تصمیم خواهد کرد. تعیین قانون یا سیستم حقوقی یک کشور مشخص، به هر نحو که صورت گیرد، به عنوان ارجاع به قوانین ماهوی آن کشور تلقی خواهد شد. قواعد حل تعارض مضمول این حکم نخواهد بود، مگر اینکه طرفین به نحو دیگری توافق کرده باشند. در صورت عدم تعیین قانون حاکم از سوی طرفین، داور براساس قانونی که ماهیت اختلاف رسیدگی خواهد کرد که به موجب قواعد حل تعارض مناسب تشخیص دهد»

این قانون گامی مثبت در جهت نهادینه کردن داوری در کشور و راه حلی مناسب برای حل و فصل اختلافات بین المللی و از جمله دعوی مربوط به انتشار صکوک بین المللی است؛ ولی به دلیل نبود دیگر شرایط تکمیلی برای آن و نیز حذف برخی نکات موجود در قانون پایه در هنگام تصویب، نتوانست مؤثر واقع شود و مشکلات زیادی به ویژه در زمینه شناسایی و اجرای آرای داوری خارجی به وجود آورد

طبق ماده ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه منوط به ثبت آن نزد سازمان [بورس و اوراق بهادار] با رعایت مقررات این قانون است و عرضه عمومی اوراق بهادار بدون رعایت مفاد این قانون ممنوع است (مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۴). همچنین در دستورالعمل انتشار صکوک اجاره ریالی و ارزی نظام بانکی ایران که در اسفند ماه ۱۳۹۰ به تصویب شورای پول و اعتبار رسیده تصریح شده که قانون حاکم بر مفاد این دستورالعمل و قراردادهای مربوط به آن قانون کشور جمهوری اسلامی ایران بوده و در صورت بروز هرگونه اختلاف صرفاً دادگاههای جمهوری اسلامی ایران صالح به رسیدگی می‌باشند

براساس ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴، اختلافات بین کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار/ معامله گران، مشاوران سرمایه گذاری، ناشران، سرمایه گذاران و توسط دیگر اشخاص ذیربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها، در صورت عدم سازش در کانونها هیئت داوری رسیدگی می‌شود. براساس ماده ۳۷ این قانون، هیئت داوری متشکل از سه عضو است که یک عضو توسط رئیس قوه قضاییه از بین قضات با تجربه و دو عضو از بین صاحب نظران در زمینههای اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان [بورس و اوراق بهادار] و

تأیید شورای عالی بورس و اوراق بهادار] به اختلافات رسیدگی می‌کنند. ریاست این هیئت نیز با نماینده قوه قضاییه خواهد بود. آرای صادره از سوی هیئت داورى قطعی و لازم الاجراست (مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۴). (بنابراین در این قانون نیز سازوکاری مشابه داورى در نظر گرفته شده است. در فصل ششم قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۰ در بحث حل و فصل اختلافات، آمده است: «در اختلافات بین دولت و سرمایه گذاران خارجی در خصوص سرمایه گذاریهای موضوع این قانون چنانچه از طریق مذاکره حل و فصل نگردد در دادگاه های داخلی مورد رسیدگی قرار می‌گیرد، مگر آنکه در قانون موافقتنامه دوجانبه سرمایه گذاری با دولت متنوع سرمایه گذار خارجی، در مورد شیوه دیگری از حل و فصل اختلافات توافق شده باشد (مجمع تشخیص مصلحت نظام، ۱۳۸۰).

۱۷. گفتار دوم: تجربه ایران در استفاده از صکوک

پس از تصویب قانون بانکداری بدون ربا فروش اوراق قرضه به دلیل ماهیت ربوی آن از نقطه نظر شرعی و نیز با مشخص شدن شیوه مصارف سپرده های سرمایه گذاری در عقود اسلامی با مشکلاتی مواجه شد و این اوراق منتشر نگردید. اوراق مشارکت را می‌توان جایگزین اوراق قرضه در نظر گرفت با این تفاوت که مسائل فقهی و قانونی در آن رعایت شده است و برای این اوراق بهره پرداخت نشده و در مقاطع ماهانه یا سه ماهه سود علی الحساب پرداخت شده و در پایان دوره سود قطعی پرداخت می‌شود در سال ۱۳۷۳ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت به تصویب شورای پول و اعتبار رسید. این اوراق با هدف افزایش مشارکت مردم در فعالیت های اقتصادی و به منظور ایجاد تنوع در ابزارهای مالی و تأمین منابع مالی برای ایجاد، تکمیل و توسعه طرح های سودآور عمومی و خصوصی از طریق منابع غیربانکی منتشر شد. استفاده از این ابزار مالی در نیمه دوم سال ۱۳۷۳ با فروش اوراق مشارکت جهت پروژه بزرگراه نواب به میزان ۷۵ میلیارد ریال آغاز و با استقبال مردم مواجه شد.

نکته قابل توجه در خصوص اوراق مشارکت منتشر شده در ایران فقدان بازار ثانویه برای خرید و فروش این اوراق بود که در سال ۱۳۹۰ بانک مرکزی ایران خرید و فروش آن در بانکها را ممنوع کرد، اما به دلیل عملیاتی نشدن مبادلات آن در بازار ثانویه و کاهش میزان فروش اوراق بانک مرکزی در بهمن ماه ۱۳۹۰ رویه خود را تغییر داد و بانکها متولی خرید و فروش اوراق شدند (سیاست های پولی، اعتباری و نظارتی نظام بانکی کشور). بر اساس مطالعات انجام شده ایران با انتشار اوراق مشارکت طرح بزرگراه نواب در سال ۱۹۹۴ به عنوان نخستین کشور در انتشار اوراق صکوک (مشارکت) مطرح است و کشورهای مالزی، بحرین و عربستان در رتبه های بعدی قرار دارند (موسویان و کشاورزبان پیوستی، ۱۳۹۳: ۱۵۴-۱۵۵). استفاده از صکوک در طرح نواب و استقبال مردم زمینه لازم برای استفاده بیشتر از این ابزار مالی اسلامی را فراهم نمود به گونه ای که با نهایی شدن دستور العمل صکوک اجاره در سال ۱۳۸۹ شرکت های خصوصی اقدام به انتشار این اوراق بر اساس دارایی های ثابت خود نمودند و نسبت به فروش آن در بازار اولیه بورس و اوراق بهادار اقدام نموده و تجربه این شرکت ها با توجه به نرخ های اجاره بهای (سود) تعیین شده حکایت از مقبولیت عمومی و استقبال خوب مردم دارد. شرکت ماهان (۱) به عنوان نخستین شرکت ایرانی اقدام به انتشار صکوک برای خرید هواپیما نمود و شرکت های سرمایه گذاری امید، بانک سامان، شرکت ماهان (۲) و شرکت جویبار تا به حال اقدام به انتشار اوراق صکوک در ایران نموده اند. نکته مهم در انتشار صکوک از طریق سازمان بورس فراهم شدن امکان فروش اوراق در بازار ثانویه بورس بود که کارکرد این اوراق را مشابه اوراق قرضه کرد و تداوم این کار می‌تواند مهم ترین ابزار سیاست پولی یعنی عملیات بازار باز را از این طریق حل نماید (موسویان و کشاورزبان پیوستی، ۱۳۹۳: ۱۵۵-۱۵۶).

نتیجه گیری

ممنوعیت استفاده از ابزارهای ربوی جهت تأمین مالی بنگاه ها و طرح های اقتصادی سبب شده است تا شرکت ها به دنبال استفاده از ابزارهای جایگزین باشند. اوراق مشارکت از جمله ابزارهای مالی محسوب می‌شود که می‌تواند به تأمین مالی شرکت ها و طرح ها کمک نماید. ولی با این وجود استفاده وسیعی از این ابزار نشده است تا جایی که بررسی ها نشان می‌دهد این ابزار در اجرای سیاست های پولی بانک مرکزی و یا تأمین مالی بنگاه های اقتصادی، سهم چندانی نداشته است. فارغ از عوامل و سیاست های کلان اقتصاد کشور که به سمت نظام مالی مبتنی بر بانک سوق داده شده است، به نظر می‌رسد این ابزار از نظر فقهی و مهندسی مالی دارای اشکالاتی می‌باشد.

مهمترین مشکل فقهی اوراق مربوط به تضمین اصل و سود اوراق مشارکت است. در حالی که به مقتضای عقد شرکت، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه همه شرکاست لیکن قانون اوراق مشارکت، صحبت از تضمین بازپرداخت اصل سرمایه، سود علی الحساب و سود تحقق یافته می کند. عملکرد گذشته این اوراق نیز نشان از همین مطلب دارد و چنین تضمینی با ماهیت عقد شرکت منافات داشته، اوراق مشارکت را به اوراق قرضه نزدیک می کند.

از سوی دیگر این ابزار اشکالاتی نیز از بعد مهندسی مالی دارد. در این حوزه از جمله مهمترین کاستی های اوراق مشارکت می توان به مواردی چون نبود شرکت واسط، نبود شرکت های رتبه بندی اعتباری، تهیه نشدن گزارش سالانه در مورد اوراق مشارکت، طراحی اوراق مشارکت مبتنی بر بازخرید توسط بانک عامل و مشخص نبودن نحوه و شیوه ارزش گذاری طرح موضوع مشارکت، پس از اتمام مشارکت اشاره نمود.

ابهام در پرداخت سود قطعی، ابهام در کیفیت تضمین اصل سرمایه، عدم تعیین ارزش طرح در پایان دوره ساخت و نبود بازار ثانویه فعال به ترتیب رتبه اول تا چهارم مهمترین چالش ها را به خود اختصاص داده است.

به نظر می رسد، از یک سو همخوانی آن با مقررات دینی، نظر بسیاری از اهل شریعت را به خود جلب نموده و از سوی دیگر، در برخی از موارد با توجه به ریسک پایین و حتی اغلب صفر آن، رقیبی بزرگ برای سایر فرصت های سرمایه گذاری موجود در بازار سرمایه و سیستم بانکی است. این روزها شاهد اقبال روزافزون سرمایه گذاران مسلمان به صکوک هستیم به طوری که کشورهای غربی نیز به این امر مبادرت ورزیده اند.

منابع

- ابروانی، جواد. (۱۳۸۴) اخلاق اقتصادی از دیدگاه قرآن و حدیث. مشهد: دانشگاه علوم رضوی: اول.
- آقا نظری، حسن، (۱۳۸۵) نظریه پردازی اقتصاد اسلامی. تهران: سازمان سمت.
- برفی، مرتضی، (۱۳۹۰) اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ابزار نوین تامین مالی، شرکت مهندسی آب و فاضلاب کشور، معاونت برنامه ریزی و توسعه.
- بهرامی، داریوش (۱۳۹۳)، حقوق ثبت املاک در ایران، چاپ دوم، تهران: انتشارات بنیاد حقوقی میزان.
- پاسبان، محمدرضا، (۱۳۹۱)، حقوق شرکتهای تجاری، چاپ هفتم تهران، انتشارات سمت.
- پوربدخشان، جعفر؛ درویش زاده، محمد. (۱۳۸۹). تعرض به سند، چاپ دوم، انتشارات جاودانه
- پهلوان، حمید و رضوی، سید روح الله، اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- حسینی زاده مظلومی، سید رضا، (۱۳۸۹) بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع).
- شایگان، سید علی، (۱۳۷۹) حقوق مدنی ایران، نشر میزان، چاپ دوم، جلد اول
- صالح آبادی، علی (۱۳۸۵)، بازارهای مالی اسلامی، - چاپ اول، تهران، انتشارات سازمان بورس و اوراق بهادار.
- کریمی، عباس، (۱۳۸۸) ادله اثبات دعوی، نشر میزان، تهران، چاپ دوم.
- هدایتی، سفری و کلهر (۱۳۷۵ ش) عملیات بانکی داخلی - ۲ (تخصیص منابع)، تهران: مؤسسه بانکداری ایران، تهران

ب- مقالات

- ابراهیمی، مریم، (۱۳۹۸) نقش صکوک در تأمین مالی پروژهها و تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن، مجله پژوهشهای حقوقی علمی ترویجی، (شماره ۱۷).
- باباجانی، جعفر و امیر عباس صاحبقرانی (۱۳۹۷) ابعاد رتبه بندی اعتباری صکوک منتشر شده در بازار سرمایه کشور، دو فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، سال ۷، شماره دوم.
- پاسبان، محمد رضا و حسن اسماعیلی، (۱۳۹۲) بررسی ماهیت فقهی و حقوقی ابزارهای مالی صکوک مباحثه و اجاره، نشریه علوی - پژوهشی فقه و حقوق اسلامی، سال سیم، شماره ۶.

- تسخیری، محمد علی، (۱۳۸۶) مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال هفتم / شماره ۲۷.
- حسنی مقدم، رفیع (۱۳۹۹) قیمتگذاری صکوک مشارکت با استفاده از بازدهی انتظاری آن (مطالعه موردی فرابورس ایران)، فصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۳۳.
- خاکساری، ایمان، نفیسی فر، ناهید، (۱۳۹۴) اهمیت اقتصاد از دید اسلام، همایش ملی هزاره سوم و علوم انسانی.
- سروش، ابوذر و صادقی، محسن (۱۳۸۷)، مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره) فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال ۷، شماره ۲۷.
- صالح آبادی، علی (۱۳۸۸)، بورس بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام، مجله پژوهشی دانشگاه امام صادق (علیه السلام)، شماره ۲۰.
- علی عسار، نرگس، (۱۳۹۲) بررسی انواع اوراق صکوک در بانکداری اسلامی، مجله اقتصادی، شماره ۳ و ۴.
- فلاح شمس، میرفیض و ط رشنو، زینب (۱۳۸۷)، ریسک در صکوک و مصون سازی آن براساس موازین شرعی، نوزدهمین همایش بانکداری اسلامی.
- قنواتی، جلیل، مرضیه داوری لنگرودی، (۱۳۹۰) مطالعه تطبیقی و بررسی خصوصیات حقوقی اوراق اجاره در قوانین ایران، مالزی و انگلیس، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۳، شماره ۳۲.
- توحیدی، محمد و رضا یارمحمدی، (۱۳۹۸) نوع شناسی و طبقه بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون، فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره ۱ بیست و هشتم.
- مصباحی مقدم، غلامرضا و همکاران (۱۳۸۹) بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دوم، شماره ۳۸.
- مصطفی پور، منوچهر، (۱۳۹۵)، نگاهی به روش ها و ابزارهای تأمین مالی؛ با تأکید بر بازار بدهی، مجله اقتصادی شماره ۸.
- موسویان، سید عباس و اکبر کشاورزبان پیوستی، (۱۳۹۳) آسیب شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک های ایران: مطالعه موردی بانک سپه، فصلنامه پژوهشها و سیاست های اقتصادی، سال ۲۲، شماره ۶۹.
- میرمعزی، سید حسین. (۱۳۸۴) اقتصاد کلان با رویکرد اسلامی. قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- نبی فیضی چکاب، غلام؛ ابراهیم تقی زاده؛ عزیزالله فهیمی و خداداد خدادادی دشتکی (۱۳۹۴) (بررسی موانع و کاستی های تأمین مالی خارجی در حقوق ایران، پژوهشهای بازرگانی، س ۳، ش ۱۱، ص ۴۹-۱۷۸)
- هاشمی، موسوی، (۱۳۹۳) حقوق تجارت، اسناد تجاری؛ ناشر: پایگاه تخصصی نشر مقالات حقوقی، حق گستر، دانشگاه آزاد اسلامی، پایگاه تخصصی نشر مقالات حقوقی، حق گستر.

ج- پایان نامه و رساله

- پرنده، مسعود، (۱۳۹۱) ماهیت و قواعد حقوقی حاکم بر انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیر دولتی غیر انتفاعی کار - دانشکده حقوق .
- نجفی، مهدی، (۱۳۸۵)، بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق ع دانشکده معارف اسلامی و مدیریت.

ABSTRACT

The ground for the design of new financial instruments in Iran's capital market was provided by the approval of the law on the securities market and the law on the development of financial instruments and institutions. The use of financial instruments based on interest or fixed interest has no place in the Islamic economy due to the sanctity of usury according to the rules of Islam and the prohibition of interest. Therefore, Muslim thinkers thought of creating Islamic financial instruments based on Islamic contracts, and according to the experience of financial markets, they were able to issue various types of Islamic securities (sukuk) in a short period of time, one of the innovations of the last decade in the arena of Islamic monetary and financial discussions. In the design of any Islamic financial instrument, one should pay attention to the aspects of financial, jurisprudential, legal, risk management, accounting and taxation design. One of the important aspects of issuing Islamic securities is the legal framework and especially the governing law in the transactions of these types of instruments. This research aims to investigate the nature and jurisprudential and legal challenges and dimensions of sukuk issuance, which is considered to be practical from the point of view of purpose and descriptive and analytical from the point of view of nature and method. In the end, the most important results that were investigated in this research was that Islamic securities, although in terms of operational method, they have similarities with usurious securities, but in terms of content and legal nature, they have fundamental differences, and it is not usurious because both the basic conditions of usury, i.e. loan contract and excess condition, are not present in any of the related securities. The analysis of the legal nature of these papers is important because they have no history in Iran's legal studies and their legitimacy, nature, characteristics and effects for the parties to the contract, etc., have not been examined to the required extent. In this regard, by reviewing the existing experiences in the field of law governing sukuk transactions in other countries and examining different approaches, the requirements related to the legal foundation in the Iranian capital market have been explained. However, the capacity of Islamic contracts for designing risk management tools has not been used much and the only thing that exists is the adaptation of conventional risk hedging tools with Sharia regulations.

Keywords: Anticipatory sukuk, Islamic jurisprudence, legal nature, insolvency, nature of sukuk, Iranian law