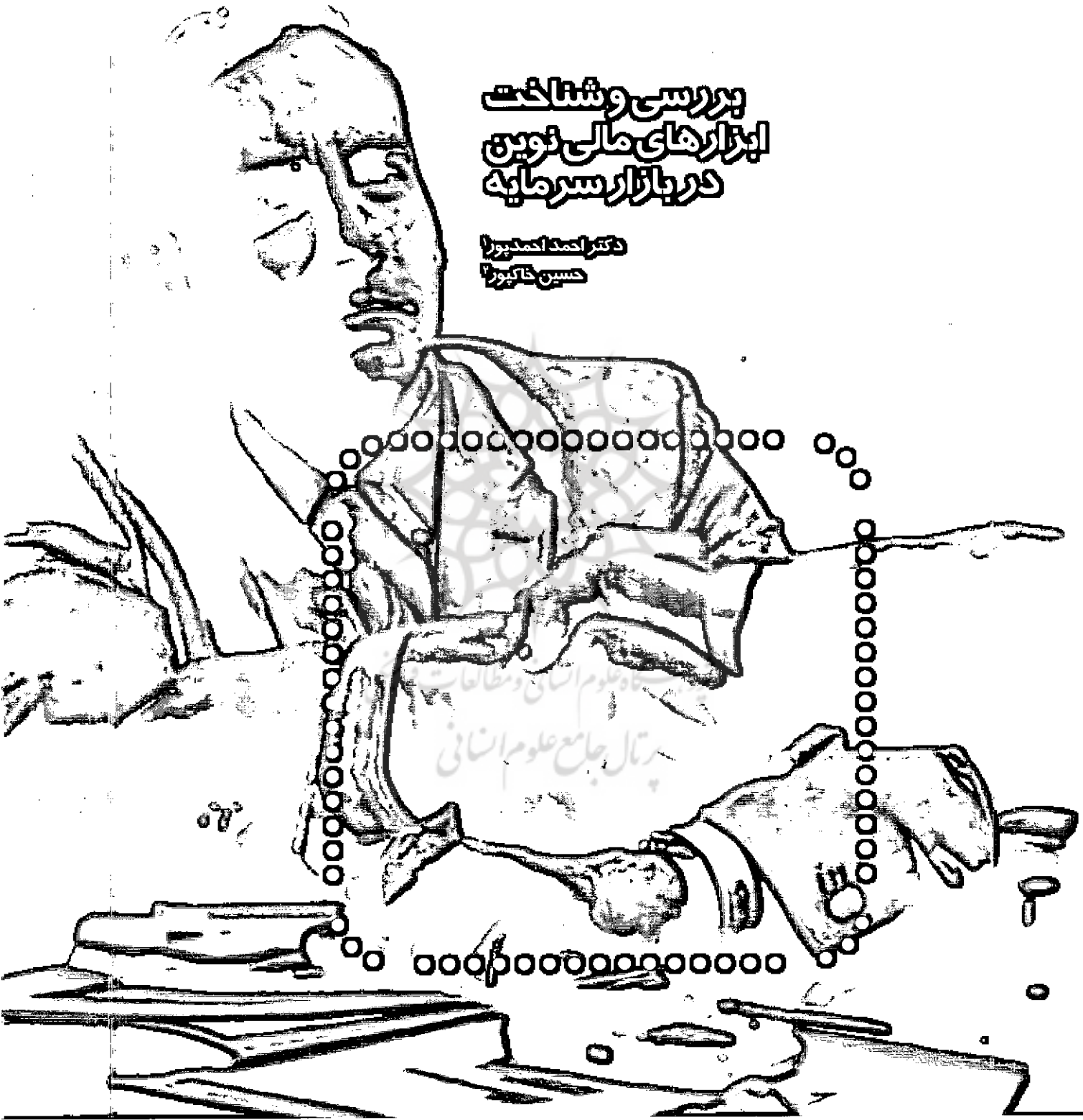


بررسی و شناخت ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه

دکتر احمد احمدپور
حسین خاکپور



چکیده

در سال‌های اخیر، با افزایش تعداد مسلمانان در بیشتر کشورهای، تمایل به ایجاد مراکز مالی اسلامی در بازارهای بزرگ مالی هم‌چون لندن، نیویورک، فرانکفورت و توکیو افزایش یافته و هم‌چنین شعب بانک‌داری اسلامی در بیشتر بازارهای بین‌المللی ایجاد شده که هدفشان خدمات دهی و تامین خواسته‌های مسلمانان می‌باشد، علاوه بر این ضرورت شناسایی ابزارهای مالی جدید در بازار و بررسی آن‌ها به لحاظ کارایی و مصالح اقتصادی کشورها و هم‌چنین مطابقت با قوانین شرعی اسلامی بر کسی پوشیده نیست. از همین روی ابزارهای جدیدی توسط اقتصاددانان مسلمان معرفی شده است که به چند مورد از آن‌ها اشاره می‌شود.

واژه‌های کلیدی: صکوک، ابزارهای مالی اسلامی، اوراق بهادار، مالیه اسلامی

مقدمه

اخیراً، تمایل به مالیه اسلامی در جهان اسلام و کشورهای مسلمان، به سرعت رشد یافته است. این رشد در کشورهای آسیای میانه و مالزی بیشتر از دیگر کشورها بوده است. انتشار اوراق بهادار با نرخ بهره ثابت در اسلام مجاز نیست، از این رو در کشورهای مسلمان نشین انتشار اوراقی که نرخ بهره ثابت نداشته باشد و در قراردادهای مبادلات تجاری و غیر تجاری بازارهای ثانویه معامله شوند و مطابق قوانین و اصول سرمایه‌گذاری اسلامی باشند، لازم و ضروری است، هم‌چنین به منظور فراهم آوردن میزان نقدینگی نیز انتشار این اوراق در بازار ثانویه از اهمیت زیادی برخوردار است. یکی از این اوراق بهادار اسلامی، صکوک و ابزارهای مشتقه آن است؛ اوراق بهادار صکوک منابع مالی با پشتوانه ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی شرکت با اهداف خاص جذب می‌کند و نوعی پروژه مالی در قالب مدل اسلامی است

یعنی در این حالت بحث ربا، از آن حذف می‌شود. انتشار این اوراق مبتنی بر دارایی می‌باشد که از شرایط عقود اسلامی است و در برخی از کشورهای اسلامی مانند امارات، بحرین، مالزی، قطر، عربستان، پاکستان، بروئی، کویت و هم‌چنین در برخی از کشورهای اروپایی مانند انگلستان و آلمان نیز منتشر شده است که این اوراق هم مطابق با قوانین اسلامی است و هم در چرخه اقتصاد کشورها اثرات مثبتی دارند. تجربه انتشار این اوراق در کشورهای فوق‌الذکر نشان می‌دهد که موفقیت‌های قابل توجهی به همراه داشته است. اوراق بهادار صکوک

انواع مختلفی دارد که عبارتند از: اوراق بهادار؛ صکوک اجاره، صکوک مالکیت دارایی‌هایی موجود، صکوک دارایی‌هایی که در آینده ایجاد می‌شوند و منافع آنها، صکوک سلف، صکوک استصناع، صکوک مضاربه، صکوک مشارکت، صکوک مرابحه، صکوک مزارعه، صکوک مساقات، صکوک نماینده سرمایه‌گذاری، صکوک ارائه خدمات و صکوک حق الامتیاز می‌باشند و روز به روز بر انتشار این اوراق افزوده می‌شود و گونه‌های دیگری از این اوراق به‌وجود می‌آید. تبدیل دارایی به اوراق بهادار قابل فروش در بازار سرمایه، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری حذف شده و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شوند. در واقع یک شرکت تامین سرمایه^۲ ایجاد شده و این شرکت مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی شرکت اصلی را جمع کرده و در قبال آن دارایی‌ها، اوراق بدهی برای تامین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد و از این طریق نیاز مالی شرکت اصلی به‌جای انتشار اوراق قرضه و یا وام‌های بانکی رفع می‌شود.

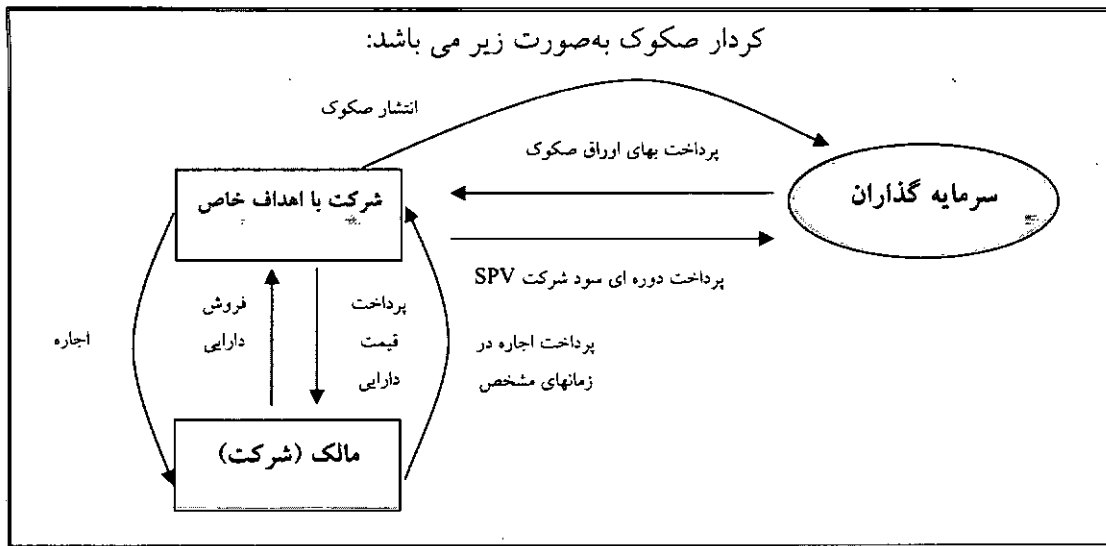
صکوک

لغت صکوک^۳ از «صک» به معنای تایید و یا مهر و موم شده گرفته شده است. «چک» انگلیسی نیز از این لغت مشتق شده است، «صک» در زبان انگلیسی به چک تبدیل شده و به عبارتی اوراق بهادار صکوک نوعی اوراق بهادار تایید شده یا مهر و موم شده است. اصطلاح «صکوک» برگرفته از

واژه عربی صکوک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و قبض بدهی است و به طور معمول، به عنوان «اوراق قرضه اسلامی» تعریف می‌شود. تمایزی که میان این دو تعریف از صکوک وجود دارد، اساسی و مهم است، چرا که با تاکید بر این تفاوت، هدف از بکارگیری صکوک به عنوان ابزاری جدید در بازار پول و سرمایه، تقلید از اوراق قرضه مبتنی بر بهره در

بانک‌داری معمول نیست، بلکه ایجاد ابزاری ابتکاری است که منطق بر قوانین شریعت اسلام است. اوراق بهادار صکوک منابع مالی را با پشتوانه ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی شرکت با اهداف خاص جذب می‌کند و نوعی پروژه مالی^۴ در قالب اسلامی است، در این حالت بحث ربا از آن حذف می‌شود. این اوراق مبتنی بر دارایی است. ناشر این اوراق، قرض گرفتن مبتنی بر دارایی را مد نظر قرار می‌دهد (Asset bats borrowing). از دید سرمایه‌گذاران یا قرض دهندگان نوعی اعطای وام مبتنی بر دارایی که به آن (Asset bats lending) گفته

لغت
صکوک از «صک» به معنای تایید و یا مهر و موم شده گرفته شده است. «چک» انگلیسی نیز از این لغت مشتق شده است، «صک» در زبان انگلیسی به چک تبدیل شده و به عبارتی اوراق بهادار صکوک نوعی اوراق بهادار تایید شده یا مهر و موم شده است



می شود. به دلیل این که این اوراق رتبه بندی می شوند در بازارهای بین المللی قابل معامله هستند و به سادگی در بورس های بین المللی و بازار ثانویه کشورها قابل دادوستد خواهند بود. این امر اعتبار و کیفیت این گونه اوراق را بالا می برد. برخی از کشورها از جمله قطر و مالزی اقدام به انتشار این اوراق کرده و به موفقیت های چشم گیری دست یافته اند. در حال حاضر این اوراق در بورس های لایوان (بورس آزاد مالی مالزی) بورس لوکزامبورگ و بورس بحرین معامله می شوند. بهر حال صکوک اندیشه ای جدید است که در سال های اخیر به وجود آمده است و هم چنین اقدامی تازه برای تامین مالی سازمان ها و شرکت های کشورهای اسلامی برای انتشار اوراقی شبیه اوراق قرضه تجاری است. با این شرط که مخالف قوانین شرعی اسلامی نیست. برای نمونه، مالک یک دارایی می خواهد از دارایی خود برای فعالیت های تجاری استفاده کند. در مرحله اول مالک، دارایی را به یک شرکت با اهداف خاص (SPV) می فروشد. شرکت با اهداف خاص می تواند توسط همان مالکان اصلی شرکت فروشنده دارایی به وجود آید یا توسط بانک ها و یا سازمان هایی دیگری که قصد حمایت از رونق دادن بازار را دارند به وجود آید.

اوراق صکوک تقسیم می شود. در قراردادهای صکوک، تمام سود تجاری شرکت با اهداف خاص به دارندگان گواهینامه های مشارکتی تعلق دارد. می توان صکوک را به دو گروه ابزار استصناع و مباحه زیر مجموعه ابزار بدهی و صکوک مضاربه و مشارکت زیر مجموعه ابزار حقوق صاحبان سهام می باشند.

تفاوت بین انواع صکوک

سازمان های و ارگان های حسابداری و حسابرسی مالی اسلامی (AAOIF)^۲ استاندارد شماره ۱۴ را برای تفاوت بین انواع صکوک منتشر کرده اند. در سال ۲۰۰۴ بیشترین استاندارد های صکوک اجاره^۳ ناشی از معاملات لیزینگ بوده است، صکوک اجاره در مالزی طرفداران زیادی دارد. صکوک اجاره، نوعی اوراق هستند که با پشتوانه خرید، فروش و اجاره دارایی ها منتشر می شوند. دلیل اصلی برتری صکوک اجاره نسبت به اوراق قرضه این است که در صکوک اجاره نرخ بهره ثابت پرداخت نمی شود. خرید و فروش صکوک بر اساس خرید، فروش و اجاره دارایی ها صورت می گیرد و این باعث می شود که ساختار صکوک مطابق قوانین و شرایع اسلامی باشد.

منتر
کھف در (سندات
القراض و ضمان الفریق
الثالث) بیان کرده که با توجه به
خصوصیت مضاربه، صاحب مال
حق دخالت در عملیات مضاربه را
ندارد و عامل، اختیار کامل در
این عملیات را دارد

اوراق صکوک معمولاً به وسیله دولت یا شرکت هایی که قصد افزایش سرمایه یا پروژه های توسعه در دست اجرا دارند، انتشار می یابند. برای توضیح بیشتر اوراق صکوک، فرض کنید شرکت الف ۱۰۰ میلیون ریال برای اهداف توسعه مالی خود نیاز دارد. این شرکت یک بخش از دارایی هایش را به مبلغ ۱۰۰ میلیون ریال به یک شرکت با اهداف خاص (SPV) می فروشد. شرکت با اهداف خاص می تواند توسط همان مالکان اصلی شرکت فروشنده دارایی به وجود آید یا توسط بانک ها و یا سازمان هایی دیگری که قصد حمایت از رونق دادن بازار را دارند به وجود آید.

شرکت با اهداف خاص اوراق صکوک منتشر می کند و در ازای دریافت ارزش نقدی، اوراق به سرمایه گذاران تحویل می دهد. شرکت با اهداف خاص از مبالغ سرمایه گذاری شده توسط سرمایه گذاران، اقدام به پرداخت قیمت نقدی دارایی می کند و شرکت با اهداف خاص این دارایی را به مالکان قبلی آن اجاره می دهد و این اجاره بهای دریافتی بین صاحبان

شرکت با اهداف خاص اوراق صکوک منتشر می کند و در ازای دریافت ارزش نقدی، اوراق به سرمایه گذاران تحویل می دهد. شرکت با اهداف خاص از مبالغ سرمایه گذاری شده توسط سرمایه گذاران، اقدام به پرداخت قیمت نقدی دارایی می کند و شرکت با اهداف خاص این دارایی را به مالکان قبلی آن اجاره می دهد و این اجاره بهای دریافتی بین صاحبان

فروشند. شرکت الف تعهد می کند که دارایی فروخته شده را بعد از ۱۰ سال آینده به همان ۱۰۰ میلیون خریداری کند. شرکت با اهداف خاص (امین) براین اساس صکوک ۱۰ ساله منتشر می کند. سررسید این صکوک پایان سال دهم خواهد بود. یعنی در پایان سال دهم شرکت با اهداف خاص صکوک ۱۰ ساله فروخته شده را به قیمت ۱۰۰ میلیون ریال از سرمایه گذاران بازخرید می کند. ولی طبق قرارداد شرکت الف این دارایی فروخته شده خود را به مدت ۱۰ سال از شرکت با اهداف خاص (ناشر صکوک) بر مبنای توافق دوطرفه اجاره می کند. مثلاً مبلغ اجاره سالانه ۱۰ میلیون ریال است. شرکت با اهداف خاص این اجاره بهای دریافتی سالانه را وصول و بین صاحبان صکوک بر اساس میزان سرمایه گذاری آنان تقسیم خواهد کرد.

ماهه، یکساله، دوساله، پنج ساله، هفت ساله و ده ساله منتشر می شوند. در کشورهای پیشرفته اوراق قرضه با سرسیدهای بیست ساله و حتی سی ساله نیز منتشر می شوند. کارشناسان مالی بین المللی معتقدند که دلیل اصلی بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ نبود بازار سرمایه قوی در این منطقه بوده است. در

این مواقع شرکت های داخلی کشورها آسیایی برای تامین نیازهای مالی خود مبالغ زیادی از بانک های محلی قرض گرفتند. این بانکها برای پرداخت وام، از بازارهای بین المللی بدهی های دلاری سه ماهه دریافت می کردند، با این کار ارزش پول جاری کاهش می یافت و بانکها مجبور بودند پول جاری بیشتری برای بازپرداخت بدهی های خود پرداخت کنند. این وضعیت باعث می شود که فشار بیشتری به پول داخلی کشور وارد شود و کاهش ارزش آن در آینده و در نتیجه ایجاد بحران های مالی و

صکوک انواع مختلفی دارد که صکوک اجاره نمونه ای از آن است. کشورهای اسلامی که صکوک اجاره منتشر می کنند،

هم چنین تحت نفوذ قرار گرفتن کشورهای و وام دهنده در آیند و هر چه بیشتر به این کشورها وابستگی پیدا

عبارتند از: مالزی، قطر، بحرین و پاکستان، هم چنین

کنند

موسسات و شرکت هایی که صکوک

بازار سرمایه چارچوبی برای تعیین واقعی نرخ

و میزان مخارج و وجوهی که برای افزایش

منابع مالی در داخل و خارج اقتصاد بکار

گرفته می شود، فراهم می کند. بازار

سرمایه هم چنین می تواند مبنایی

برای تعیین نرخ بازده سرمایه

گذاری ها در اقتصاد تعیین کند.

در برونی تامین مالی از طریق انتشار

اوراق صکوک باعث تقویت مالی شرکت

های سهامی شده است. انتشار صکوک باعث

جلوگیری این شرکت ها از وابستگی به وام های

بانکی و تامین مالی برای طرح های توسعه شده است. تجربه

کشورها نشان می دهد که هزینه های تامین وجوه از طریق

صکوک و بازار سرمایه در مقایسه با هزینه های تامین وجوه از

طریق قروض بانکی خیلی پایین تر بوده است. از طرف دیگر

این فرصت به دیگر نهادها و موسسات داده می شود که سرمایه

های خرد عمومی و کم بازده را جذب کرده و در چرخه اقتصاد

کشور بکار گرفته شوند. در بیشتر کشورهای توسعه یافته، اوراق

قرضه دولتی وسیله ای برای نقدینگی توسط بانکها و نهادهای

مالی است. بدین معنی که مقداری از سپرده های عموم نزد

شرکت
با اهداف خاص از مبالغ سرمایه گذاری شده توسط سرمایه گذاران، اقدام به پرداخت قیمت نقدی دارایی می کند و شرکت با اهداف خاص این دارایی را به مالکان قبلی آن اجاره می دهد و این اجاره بهای دریافتی بین صاحبان اوراق صکوک تقسیم می شود

منتشر می کنند عبارتند از: بانک توسعه

اسلامی (IDB) جده عربستان سعودی،

گروه گدري^۱ مالزی و... هستند و

هر روز بر تعداد آنها افزوده می

شود. بیشتر صکوک منتشر شده

که در بالا نیز اشاره شده، دارای

سررسیدهای طولانی مدت هستند.

ولی برونی از کشورهای پیش قدم

جهان در زمینه انتشار صکوک کوتاه مدت

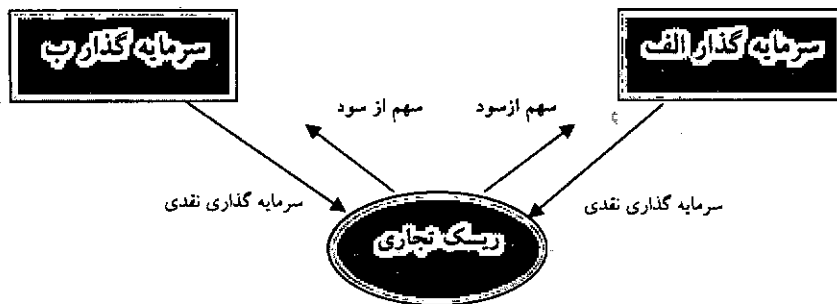
بوده است. نکته مورد توجه این که صکوک

دولتی منتشر شده راهی مهم برای توسعه بازار سرمایه محلی دارالسلام برونی هم در سطح منطقه ای و هم در سطح بین المللی فراهم کرده است.

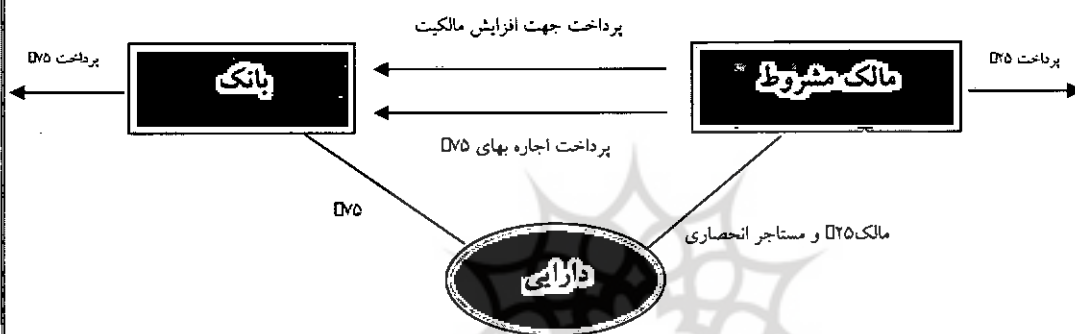
برای جلوگیری از بحران های مالی بایستی بازار سرمایه قوی برای انتشار سایر اوراق یا صکوک وجود داشته باشد تا نیازهای مالی شرکت ها را برآورده کند تا بدین وسیله شرکت ها کم تر از طریق بانک های محلی تامین مالی کنند. در این مواقع فقط

صکوک کوتاه مدت منتشر می شود. برای مثال در سنگاپور، اوراق قرضه دولتی با سرسیدهای سه ماهه، شش ماهه، نه

نمودار مشارکت به صورت زیر می باشد:



نمودار مشارکت جزئی به صورت زیر می باشد:



هم چنین سود آن نیز بر عهده مؤسسه ای مستقل (امین) گذاشته می شود.

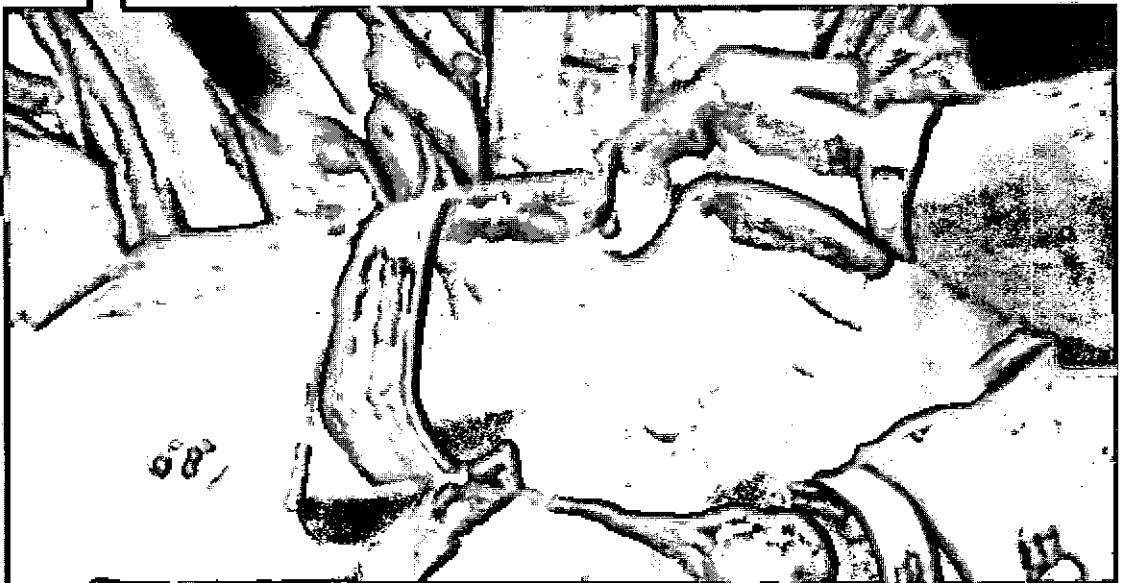
در ارتباط با مسأله بیمه، صاحب سرمایه می تواند اصل سرمایه خود را از خطرات احتمالی و از جمله خسارت در معامله، بیمه کند و در ارتباط با بیمه درصد خاصی از سود، گرچه امری متداول نبوده و در کتب فقهی هم مطلب صریحی درباره آن نیامده، اما با فرض استقلال و صحت اصل عقد بیمه و مشروع بودن اصل عملیات تجاری (ربوی نبودن)، به نظر می رسد اشکال نداشته باشد. در عین حال این مسأله تحقیق بیشتری را می طلبد. از این اوراق در چند برای می توان استفاده کرد:

الف) جذب نقدینگی: از این اوراق می توان در جذب و جوه نقد سرگردان جامعه و برای دادن به آن در راستای اهداف بازرگانی داخلی و خارجی نسبت به کالاهای مورد نیاز جامعه استفاده کرد. این کار می تواند توسط بانکها صورت گیرد و آنها خود به طور مستقیم به عنوان عامل مضاربه اقدام به تجارت کنند و یا به وکالت از صاحبان سپرده، سرمایه حاصل از آن را در اختیار متقاضیان تسهیلات برای عملیات مضاربه واگذار کنند. در هر دو صورت اوراقی منتشر می شود و متناسب با میزان

بانکها برای خرید اوراق قرضه دولتی یا صکوک تخصیص داده می شود. ارزیابی آخر این که در سال ۲۰۰۶ بیش از ۵۰ بیلیون دلار صکوک در بازارهای بین المللی منتشر شده بودند.

مضاربه

"منذر كهف" در (سندات القراض و ضمان الفریق الثالث) بیان کرده که با توجه به خصوصیت مضاربه، صاحب مال، حق دخالت در عملیات مضاربه را ندارد و عامل، اختیار کامل در این عملیات را دارد (البته مالک در قرارداد اولیه می تواند شرایطی برای عملیات مضاربه ذکر کند). پس از انعقاد قرارداد بین عامل و مالک، می توان مالکیت سرمایه مورد مضاربه را به شخص یا اشخاص جدیدی منتقل کرد که جانشین مالک یا مالکان اول با همه خصوصیات آنها می باشند و به دلیل این که موضوع مورد مضاربه دارای قیمتی حقیقی است که با قیمت اسمی آن تفاوت دارد، برای استفاده از این عقد در عملیات بازار می توان سهم مالک در عقد مضاربه را به صورت اوراقی درآورد که قابل خرید و فروش باشد. مسأله ضمانت در اصل سرمایه و



سرمایه گذاری در اختیار آنان قرار می گیرد که به طور طبیعی این اوراق در بازار بورس و یا بازارهای خارج از بورس قابل خرید و فروش و انتقال به دیگران خواهند بود. راه دیگری که به نظر مطلوب تر است این که موسسات ابتدا با منابع خود عملیات مضاربه را با متقاضیان تسهیلات شروع کرده سپس سهام مالکیت خود را بین سپرده گذاران در مقابل سپرده آن ها واگذار کند. در این صورت نیز این اوراق قابل خرید و فروش خواهند بود.

ب) تأمین مالی دولت: هرگاه دولت برای تأمین کالاهای سرمایه ای و کالاهای ضروری مردم دچار کسری بودجه

باشد، بانکها می توانند به عنوان عامل مضاربه این کالاها را تأمین کرده و در اختیار دولت

قرار دهند. یا ممکن است به برای جلوگیری از افزایش قیمت ها در بازار داخلی، با عاملان مضاربه شرط شود که کالاهای خاصی را به کشور وارد کرده و در بازار به فروش رسانند.

ج) اعمال سیاست پولی: بانک مرکزی با خرید و فروش این اوراق در بازار بورس و یا از طریق بانکها می تواند، بر ذخایر بانکها و حجم پول نزد مردم تأثیر بگذارد.

د) تأمین مالی بانکها: در نظام ربوی بانک مرکزی می تواند از طریق تنزیل مجدد یا وام مستقیم، منابعی در اختیار بانکها قرار دهد. در این نظام، بانک مرکزی با خرید این اوراق یا انجام قرارداد مضاربه جدید، ذخایر پولی بانکها را برای اعطای تسهیلات به مردم افزایش می دهد.

مشارکت چنانکه در بحث مضاربه بیان شد، این عقد از چند برای با

محدودیت مواجه است. برای تأمین مالی طرح های تولیدی که مستلزم به کارگیری سرمایه برای مدت نسبتاً طولانی است، کارایی لازم را ندارد. مهم تر آن که استفاده از این ابزار، در اجرای سیاست های پولی با توجه به این که رسیدن به اهداف این سیاست ها معمولاً در طول زمان امکان پذیر خواهد بود، دچار مشکل می باشد. از این برای به کارگیری ابزارهای دیگری لازم است که با این مشکلات مواجه نباشد. یکی از این ابزارها اوراق مشارکت طرح های سرمایه گذاری مبتنی بر عقد مشارکت

است. مشارکت، عقدی است بین دو یا چند نفر برای انجام عملی بر روی مال مشترکی. اصطلاحاً چنین شرکتی راه شرکت عقدی یا اکسپاتی می گویند. حاصل این

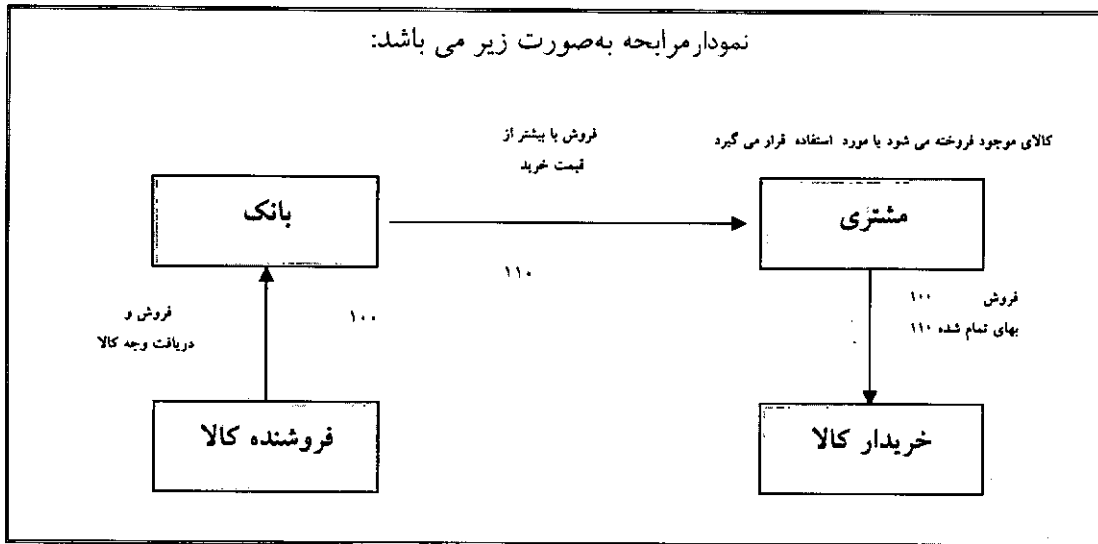
است که شرکا می توانند در مال شریکی تصرف کرده و آن را در فعالیت های تولیدی، خدماتی و... به کار گیرند. برخی نیز حاصل این عقد را تبدیل مالکیت معین شرکا به مالکیت مشاع بین آنها قرارداده و جواز تصرف را از لوازم چنین مالکیتی دانسته اند.

انتشار اوراق مشارکت به چند صورت امکان پذیر است. در یک تقسیم بندی کلی، این اوراق یا به منظور تأمین تمام یا قسمتی از سرمایه شرکتهای جدید بوده و یا خرید قسمتی از سهام شرکتهای موجود به منظور گسترش سرمایه آن و یا اهداف دیگر صورت می گیرد. روش انجام کار نیز به چند صورت ممکن است:

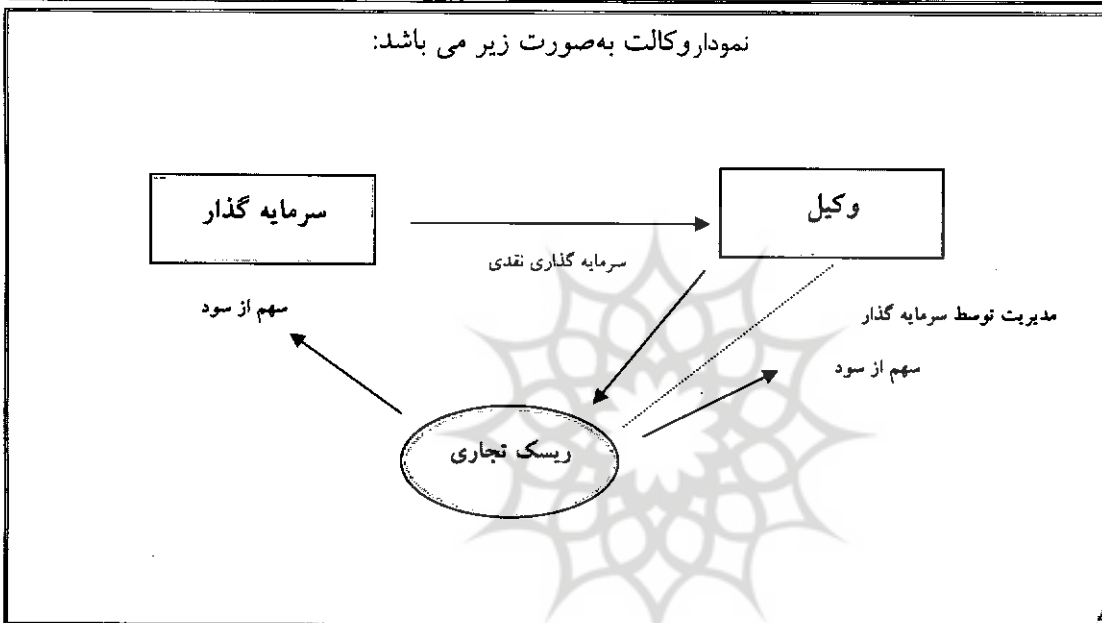
الف) بانکها به طور مستقل از ذخایر و دارایی های خود اقدام به سرمایه گذاری در طرح های مشخصی کرده و بعد از ثمردهی یا در حین انجام طرح، سهام آن را بین متقاضیان سپرده گذاری در بانک توزیع کند؛ یعنی سپرده گذاران به جای عمل سپرده گذاری



نمودار مباحه به صورت زیر می باشد:



نمودار وکالت به صورت زیر می باشد:



را در بازار به فروش برساند. (د) بخش دولتی نیز می تواند خود مستقیماً با سرمایه گذاری در طرح های مختلف، بخشی از سهام آن را از ابتدا یا در حین انجام و یا پس از ثمردهی به مردم واگذار کند. (ه) هم چنین بخش دولتی می تواند برخی از طرح های ملی آماده و در حال بهره برداری را به صورت سهام بین مردم توزیع کند، اما در هنگام فروش با آن ها شرط کند که مجدداً آن ها را به صورت اجاره در اختیار دولت قرار دهند. در بخش (د) نیز دولت می تواند به چنین عملی اقدام کند. در صورتی که دولت در رابطه با اجاره طرح هایی که سهام آن ها بین مردم توزیع شده اقدام کند، مبلغ اجاره بها به صورت سود مشخص و قطعی بین صاحبان سهام تقسیم می شود، بدین برای اشخاصی که کم تر ریسک پذیر می باشند، رغبت بیشتری از خود برای خرید سهام این مؤسسات نشان می دهند. در مشارکت یک، دو و یا چند سرمایه گذار وجود دارند. که در اینجا فرض می کنیم که دو

در بانک ها اوراق سهام مشارکت را خریداری می کنند. (ب) بانک ها می توانند به وکالت از طرف صاحبان سپرده و با وجوه آن ها اقدام به سرمایه گذاری کرده اسناد مالکیت آن را به صورت سهام بین سپرده گذاران توزیع کنند. این سهام و هم چنین سهام قسمت (الف)، توسط بانک و هم چنین در بازار بورس قابل خرید و فروش است. (ج) بخش خصوصی نیز همانند بانک می تواند به دو شکل اقدام به سرمایه گذاری در طرح های صنعتی، کشاورزی و عمرانی کند، سپس اوراق سهام آن را از طریق بازار بورس و یا به واسطه بانک ها مورد خرید و فروش قرار دهد. بهتر است این طرح ها به گونه ای سازماندهی شوند که در راستای انجام برنامه اقتصادی کشور باشد. هم چنین بخش خصوصی می تواند اقدام به ساختن طرح های ملی که اداره آن ها به عهده دولت می باشد - مانند دانشگاه ها، مدارس، پارک ها و بزرگراه ها - کرده سپس آن ها را به دولت اجاره دهد و در عین حال سهام این طرح ها

شخص الف و ب در یک فعالیت تجاری با هم مشارکت دارند و بر اساس توافق فی مابین در سود و زیان سهیم خواهند بود، که این امر در بیشتر مشارکت ها به صورت قراردادی است.

مشارکت جزئی

مشارکت جزئی^{۱۱} زمانی منعقد می شود که شخص می خواهد دارایی را بخرد که توانایی پرداخت بهای آن را ندارد. شکل زیر نشان می دهد که بابت خرید یک ساختمان، بانک میزان ۷۵٪ ارزش آن دارایی را پرداخت می کند و سرمایه گذار جزئی میزان ۲۵٪ ارزش دارایی را پرداخت خواهد کرد. در این قراردادها، سرمایه گذار دارای حق و حقوق نسبت به دارایی خواهد داشت و سرمایه گذار دارایی را از بانک اجاره می کند و اجاره بهایی به میزان ۷۵٪ ارزش دارایی که مالکیت آن به بانک تعلق دارد، پرداخت خواهد کرد. سرمایه گذار در دوره های تعیین شده علاوه بر اجاره بهای پرداختی، مبالغی نیز بابت خرید سهم بیشتر از دارایی به بانک پرداخت می کند. این قراردادها بیشتر توسط اشخاصی که قصد خرید خانه دارند منعقد می شود.

مراجعه

اصل عقد مراجعه^{۱۲} که از قدیم متداول بوده، به این صورت است که کسی کالای خود را با درصد یا مقداری بیشتر از قیمت خرید به دیگری بفروشد؛ یعنی بگوید من روی این کالا ۱۰٪ قیمت خرید و یا مثلاً هزار تومان سود می خواهم. همین طور خریدار نیز می تواند چنین قراری را با فروشنده بگذارد؛ یعنی بگوید ۱۰٪ مبلغ خرید آن به تو سود می دهم و... البته در این صورت لازم است فروشنده، خریدار را از قیمت خرید آن مطلع سازد. گفته شده این عملیاتی است مرکب از وعده خرید و بیع مراجعه؛ یعنی در این جا دو کار صورت می گیرد: عمل اول وعده ای است که پیشنهادکننده به تاجر می دهد، مبنی بر این که اگر وسایل مورد نیاز مرا تهیه کنی این مقدار به تو سود می دهم. عمل دوم معامله مراجعه است که بعد از خریداری کالاها، بین او و پیشنهادکننده صورت می گیرد. در جواب این سؤال که ممکن است پیشنهادکننده

از خرید وسایل خریداری شده منصرف شود، گفته می شود: نسبت کسانی که منصرف می شوند به کل پیشنهادکنندگان ناچیز است و این باعث نمی شود که از این روش صرف

نظر نشود؛ هرگاه اتفاقاً یک مرتبه قطاری از خط خارج شود، چاره این نیست که کلیه قطارها را متوقف کرد. در عمل این ابزار به حدی وسعت یافته که جای مضاربه را گرفته است. مزایحه بر مبنای دو عمل صورت می گیرد، وقتی که شخص برای تامین وجوه نقد مورد نیاز اقدام می کند، معامله مزایحه

می تواند شکل گیرد. به عنوان مثال شخصی می خواهد یک دستگاه ماشین بخرد، بانک دستگاه ماشین را به مبلغ ۱۰۰ میلیون ریال می خرد و به مبلغ ۱۱۰ میلیون ریال که در مقاطع زمانی مشخص قابل پرداخت است فروخته می شود. شخص ماشین را تحویل می گیرد و از آن استفاده می کند و متعهد به پرداخت مبلغ ۱۱۰ میلیون ریال طی مدت زمان مشخصی مثلاً دو سال

مزایحه بر مبنای دو عمل صورت می گیرد، وقتی که شخص برای تامین وجوه نقد مورد نیاز اقدام می کند، معامله مزایحه می تواند شکل گیرد

خواهد بود. مبلغ ۱۰ میلیون ریال اضافه پرداختی در اصطلاح اقتصادی، هزینه مالی گفته

می شود. از طرف دیگر، شخص در حقیقت وجوه نقد لازم دارد و بانک کالایی که قابلیت نقدینگی زیادی دارد، به قصد فروش خریداری می کند، سپس با اضافه قیمت جزئی نسبت به قیمت خرید آن را بفروش می رساند. یک راه دیگر اقدام به خرید کالا مثلاً مس در بازار کالا است. بانک، مس را خریداری می کند و مبلغ ۱۰۰ میلیون ریال برای خرید پرداخت می کند سپس اوراق مالکیت مس را به مشتری انتقال می دهد و فرضاً به مبلغ ۱۱۰ میلیون ریال (بر اساس توافق فی مابین) که طی دو سال قابل پرداخت خواهد بود. مشتری اوراق مالکیت مس را به قیمت بازار می فروشد و متعهد می شود که مبلغ ۱۱۰ میلیون ریال طی دو سال آینده به بانک پرداخت کند. مبلغ ۱۰ میلیون ریال اضافی همان هزینه مالی خواهد بود.

وکالت

در وکالت^{۱۳} علاوه بر وجوه نقد که توسط سرمایه گذار برای فعالیت های اقتصادی سرمایه گذاری می شود، فعالیت تجاری بایستی مطابق با قوانین شرع باشد که نوع فعالیت بر اساس توافق سرمایه گذار و وکیل تعیین می شود. تفاوت بین وکالت و مداریه در رابطه با قوانین مالیاتی



آن‌ها می‌باشد. این تفاوت در فعالیت‌های زیان‌ده بین مدارب و وکیل در صورتی که توانایی پرداخت دیون خود را نداشته، اهمیت خواهد داشت.

نتیجه‌گیری

صکوک به معنای سپرده‌های بانکی و اوراق قرضه دولتی با پشتوانه دارایی است و یکی از مباحث عملی و در حال رشد در جهان است. صکوک یک نوع دارایی مطمئن و ایمن به حساب می‌آید و در زمره اوراق بهادار تضمینی (اسلامی) قابل طبقه‌بندی است و به تنوع بخشی برای رفع نیازهای مالی شرکت‌ها و موسسات از یک طرف و از طرف دیگر به جذب سرمایه‌های سرگردان افراد در بازار کمک می‌کند و پرتفوی مناسبی برای منتفع شدن اکثر سرمایه‌گذاران با اعتقادات اسلامی به وجود می‌آورد. با انتشار این اوراق بهادار جدید در بازار، می‌توان از چند جنبه آن را بررسی کرد: جذب وجوه سرگردان و جلوگیری از به‌کارگیری آن‌ها در راه‌هایی که برخلاف مصالح اقتصادی کشور است. جبران کسری بودجه دولت و هم‌چنین اعمال سیاست‌های مالی و پولی، بانک مرکزی در تمام صورتهای مطرح شده می‌تواند اقدام به خرید سهام از طریق بانک‌ها و یا بازار سرمایه کرده از

این طریق بر حجم نقدینگی تأثیر بگذارد. بدیهی است که چون این اوراق برای مدت‌های طولانی قابل انتشار است، اجرای سیاست‌های پولی که مستلزم زمان هستند، آسانتر می‌باشد. تأمین مالی شرکت‌ها؛ از طریق این ابزار براحتی می‌توان بر منابع مالی و قدرت آن‌ها تأثیر گذاشت.

بدیهی است که قیمت‌های ارائه شده توسط شرکت‌ها هنگام خرید و فروش این سهام، باید متناسب با قیمت واقعی و در حدی

باشد که انگیزه کافی برای اقدام به چنین معاملاتی از جانب اشخاص و سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد. البته در صورتی که سرمایه‌گذاران دولتی باشند، این خرید و فروش راحت‌تر صورت می‌گیرد. بهتر است موارد مصرف این قرض‌ها تعیین شده و از اموری باشد که برای مردم از نظر اعتقادی و اجتماعی دارای اهمیت است و نیز بهتر است که مدت سررسید این اوراق، کوتاه در نظر گرفته شود تا در جامعه رواج بیشتری پیدا کند و این نوع مشتقات بازار سرمایه بایستی برحسب نیازهای شرکت‌ها و موسسات ایجاد و وارد بازار سرمایه کشور شوند و

از آنجایی که برخی از مشتقات گرفته شده از بازارهای سرمایه کشورهای اروپایی با قوانین و مقررات اسلامی مطابقت ندارند باید از میان ابزارهای مالی و مشتقات مذکور آنچه را که با عملیات بانکی بدون ربا منطبق است در بازار عملی کرده و مورد استفاده بازار سرمایه کشور قرار داد. با توجه به

مزایای بی‌شمار این اوراق و عدم به‌کارگیری آن‌ها تاکنون در ایران، برای جذب منابع مالی برای پروژه‌های توسعه‌نی، جذب منابع مالی متنوع برای توسعه بازار و مدیریت نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اسلامی می‌تواند بسیار موفق عمل کند.

در وکالت علاوه بر وجوه نقد که توسط سرمایه‌گذار برای فعالیت‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌شود، فعالیت تجاری بایستی مطابق با قوانین شرع باشد که نوع فعالیت بر اساس توافق سرمایه‌گذار و وکیل تعیین می‌شود

منابع:

۱. جهانخانی، علی، طراحی اوراق بهادار منطبق با نظام مالی بدون ربا، از سلسله مقالات «چهارمین کنفرانس پولی و ارزی»، ص ۲۱۰.
۲. ر.ک. اوراق قرضه در جریان و انتشار اوراق قرضه جدید، سازمان برنامه و بودجه.
۳. سامی حسن، احمد حمود، تطویر الاعمال المصرفیه، ص ۴۳۲-۴۳۳.
۴. سیاست‌های پولی مناسب... وزارت دارایی، ص ۶۳.
۵. العاملی، فضل‌الله، الشركة، ص ۱۰۲.
۶. مندر کھف، سندات القراض و ضمان الفریق الثالث، مجله جامعه ملک عبدالعزیز، المجلد ۱، ص ۴۳.

al: a study of firms in Egypt". Development in Practice, Volume 11, Number 1, February.

Malaysian Global Inc., (2002), Issue Prospectus of Ijara Trust Certificates

Mohammed Amin (2006) "UK TAXATION OF ISLAMIC FINANCE

— WHERE ARE WE NOW?", the presentation given in 25 July 2006.

Neftci, Saleh N., and Santos, Andre O., (2003),

"Puttable and Extendable Bonds: Developing Interest-rate Derivatives for Developing Countries",

International Monetary Fund: WP/03/201

Qatar Global Sukuk (2003), Issue Prospectus of Ijara Sukuk

Siddiqi, M. Nejjatullah (2004), Riba (Interest) and Rationale of its Prohibition, Jeddah: IRTI,

Islamic Development Bank

7. نجفی، مهدی. بررسی فرآیند تامین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵.

AAOIF (2002), Investment Sukuk (Shar'iah Standard No.

18), Manama: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

Abdul Majid, Abdul Rais (2003), "Development of Liquidity Management Instruments: Challenges and Opportunities",

paper presented to the International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision, held

in Jakarta Indonesia September 30 — October 2, 2003,

organized by IRTI, Bank Indonesia and Ministry of Finance, Indonesia.

Adam, Nathif J (2004), "Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk", Euromoney Books,

London, 2004.

Ali Arsalan Tariq, Humayon Dar. (2007). "Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization", SO:

Thunderbird International Business Review, VL: 49 NO:2, P G 203-223

(Endnotes)

۱. عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه مازندران

Al-Jarhi, Mabit Ali and Iqbal, Munawar (2001), Islamic

Banking: FAQs, Occasional Paper # 4, Jeddah: Islamic Research and Training Institute.

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

دانشگاه مازندران

Al-Suwailem, Sami (2000), "Decision Under Uncertainty, An Islamic Perspective", in Islamic

Finance: Challenges and Opportunities in the

Twenty First Century (Conference Papers),

Loughborough: Fourth International

Conference on Islamic Economics and Banking

Archer, Simon and Rifaat Ahmed Abdel

Karim (2002), Islamic Finance: Innovation

and Growth, London: Euromoney Books and

AAOIF

Chapra, M. Umer and Habib Ahmed (2002), Corporate Governance in Islamic Financial Institutions, Occasional Paper # 6,

Jeddah: Islamic Research and Training Institute.

Edwards, Warren (2004), "Islamic Liquidity Management

Issues" Presentation at Institute of Islamic Banking and Insurance, Feb 2004

Heffeman, Shelagh (2003), Modern Banking in Theory and

Practice, John Wiley and Sons, Chichester.

Karen Pfeifer (2001), "Islamic business and business as usu-

صکوک به معنای سپرده های بانکی و اوراق قرضه دولتی با پشتوانه دارایی است و یکی از مباحث عملی و در حال رشد در جهان است

- 3 . Investment Bank
- 4 . Sukuk
- 5 . project financing
- 6 . Special Purpose Vehicle (SPV) or Special Purpose Entities (SPE) or Special Purpose Company (SPC)
- 7 . Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions
- 8 . Ijarah Sukuk
- 9 . Islamic Development Bank (IDB)
- 10 . Guthrie Group
- 11 . Musharaka
- 10 . Diminishing Musharaka
- 13 . Murabaha
- 14 . Wakala