

# پژوهشهای حقوقی

شماره ۱۷

هزار و سیصد و هشتاد و نه - نیمسال اول

## مقالات

توصیف خواسته در قانون و رویه قضایی • اصول بنیادین حاکم بر کنوانسیون ارتباطات الکترونیکی  
آنسیترال • مؤلفه‌های امنیت اجتماعی در قوانین کیفری • شناسایی در حقوق بین‌الملل: آثار حقوقی  
شناسایی کوزوو، اوستیای جنوبی و آبخازیا • اصول حاکم بر تعارض ادله اثبات دعوا • جلوه‌های  
حقوق بین‌الملل کیفری در خاورمیانه؛ از محاکمه صدام تا محاکمه عاملان ترور رفیق حریری

## موضوع ویژه: بورس اوراق بهادار در حقوق ایران و کشورهای دیگر

مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس • مطالعه تطبیقی ممنوعیت‌های دارندگان اطلاعات  
نہانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار • تحلیل جرم معامله متکی بر اطلاعات نہانی • مبارزه با  
تقلب در بازارهای اوراق بهادار؛ نگاهی به نظم حقوقی بازار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا •  
بررسی آراء قضایی صادره در خصوص معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نہانی • مسؤولیت  
مدنی کارگزاران بورس و فرایند طرح دعاوی مرتبط در مراجع صالحه • مسؤولیت کارگزاران در  
معاملات فضولی اوراق بهادار با تکیه بر رویه هیأت داوری • نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و  
تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن • داوری اختلافات در بازار اوراق بهادار • ماهیت حقوقی و  
صلاحیت‌های هیأت داوری بازار اوراق بهادار • قواعد حاکم بر تشکیل شرکت‌های سهامی عام در پرتو  
قانون بازار اوراق بهادار • آثار حقوقی الحاق ایران به سازمان جهانی تجارت بر خدمات بورس  
اوراق بهادار • ادغام فرامرزی بازارهای بورس سهام و اوراق بهادار: توهم یا واقعیت؟

## نقد و معرفی

ملاحظات پیرامون «نظریه مشورتی کوزوو» • بررسی جرم تجاوز در کنفرانس بازنگوری اساسنامه  
دیوان کیفری بین‌المللی • نقدی بر قانون جدید بیمه اجباری مسؤولیت مدنی دارندگان وسایل نقلیه  
• علائم تجاری غیرسنتی • قطعنامه ۱۹۲۹ شورای امنیت: بازتابی نبرد حق و قدرت در جهان  
نامتحد • ششمین دوره مسابقات شبیه‌سازی دیوان کیفری بین‌المللی





[http://jlr.sdil.ac.ir/article\\_41080.html](http://jlr.sdil.ac.ir/article_41080.html)

مجله پژوهش‌های حقوقی (علمی - ترویجی)، شماره ۱۷، نیمسال اول ۱۳۸۹  
صفحات ۳۶۷ الی ۳۹۶، تاریخ وصول: ۱۳۸۹/۵/۲۴، تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۶/۲۲

## نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن

مریم ابراهیمی\*

**چکیده:** توسعه کشورهای اسلامی، ایجاد نیازهای جدید و کامیابی نسبی تئوری بانکداری اسلامی، اندیشمندان مسلمان را به فکر طراحی ابزارهای مالی اسلامی انداخت. قابلیت‌های عقود اسلامی و تجربه بازارهای مالی متعارف<sup>۱</sup> موجب شد تا در مدت زمان کوتاهی انواعی از ابزارهای مالی اسلامی، طراحی و برای اجرا پیشنهاد شوند. گرچه همه ابزارهای مالی اسلامی، تمامی معیارهای لازم فقهی، حقوقی و اقتصادی را ندارند لیکن برخی از آنها در عین رعایت ضوابط شرعی، قابلیت‌های بالای عملیاتی و توجیه اقتصادی را دارند. مقاله حاضر درصدد است به معرفی صکوک، یکی از ابزارهای مالی اسلامی، با تأکید بر صکوک اجاره بپردازد. در این ابزار، ناشر اوراق اجاره، با واگذاری آنها به مردم، سرمایه‌های آنان را جمع‌آوری می‌کند و با استفاده از منابع جمع‌آوری شده و به وکالت از سرمایه‌گذاران، اموال منقول یا غیرمنقول مورد نیاز دولت، مؤسسه‌های وابسته به دولت و بخش خصوصی را خریداری کرده و آن‌گاه طی قرارداد اجاره عادی یا اجاره به شرط تملیک به آنان واگذار می‌کند. موفقیت نسبی سایر کشورهای اسلامی در استفاده از این ابزار و تصویب قوانین و مقررات مرتبط در داخل کشور که موانع انتشار صکوک اجاره را کاهش می‌دهند، این انتظار را ایجاد کرده است که در آینده‌ای نه چندان دور، اوراق اجاره ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های دولتی و بخش خصوصی قرار گیرد.

**کلید واژه‌ها:** اوراق (اجاره)، صکوک (اجاره)، ابزار مالی، بانی، نهاد واسط، سرمایه‌گذاران

### مقدمه

تأمین مالی از طریق اوراق بدهی<sup>۲</sup> غالباً مبتنی بر سود ثابت یا بهره می‌باشد. این در حالی است که

\* دانشجوی دوره دکترای حقوق خصوصی دانشگاه تهران m.ebraahimi@gmail.com

1. conventional financial market  
2. debt securities

در اسلام به دلیل جنبه ربوی این اوراق از آنها اجتناب می‌شود؛<sup>۳</sup> لذا در بازار سرمایه اسلامی نمی‌توان به انتشار و داد و ستد اینگونه اوراق اقدام نمود و بازارهای مالی غیراسلامی نیز موفق به جذب منابع مالی مسلمانان از این طریق نمی‌شوند. از این رو محققان به دنبال ساختاری بوده‌اند که ضمن تحقق کارکرد اوراق بدهی، ربوی نباشد.

صکوک یکی از ابزارهایی است که بدین منظور طراحی و توسط دولتها و شرکتهای اسلامی منتشر شده است. در واقع صکوک به نحوی طراحی شده است که کارایی اوراق قرضه را در قالبی اسلامی ایفا نماید.<sup>۴</sup> این ورقه بهادار مبین مالکیت دارندگان آن در اموال شرکت است<sup>۵</sup> و بر مبنای تبدیل داراییهای شرکتهای به اوراق بهادار منتشر می‌شود. تبدیل داراییها به اوراق بهادار<sup>۶</sup> به عنوان یک نوآوری مالی در دهه ۱۹۸۰ به دلیل افزایش رسوایی مالی شرکتهای ناشی از مخفی کردن دیون خود در امریکا ظهور کرد.<sup>۷</sup> در این فرایند انتشار اوراق بهادار از طریق فروش اموال مادی به سرمایه‌گذاران<sup>۸</sup> بر اساس اوراق بهادار معرف آن صورت می‌گیرد؛ بدین معنی که شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد<sup>۹</sup>، اقدام به تأسیس یک نهاد واسط<sup>۱۰</sup> می‌کند و آن دسته از

<sup>۳</sup> برای مطالعه نظرات محققان مسلمان خارجی در خصوص ربا، نک:

Mohammad Nejatullah Siddiqi, *Riba, Bank Interest and the Rationale of its Prohibition*, Jeddah, Islamic Development Bank, 2004; and Umer Chapra, *The Case Against Riba: Is it Compelling?*, Islamic Banking and Finance, Jeddah, Islamic Development Bank, First edition, 2007; and Tarek El-Diwany, *The Problem with Interest*, London, Ta-Ha Publishers, second edition, 2003.

و برای مطالعه نظرات محققان داخلی در این خصوص، نک: سیدعباس موسویان، «نظریه‌های ربا و بهره»، *مجله اقتصاد اسلامی*، پاییز ۱۳۸۶، ش ۲۷؛ و اصغر ابوالحسنی و رفیع حسنی مقدم، «بررسی انواع ریسک و روشهای مدیریت آن در نظام بانکداری بدون ربا»، *مجله اقتصاد اسلامی*، تابستان ۱۳۸۷، ش ۳۰؛ همچنین سیدعباس موسویان، «الگوی جدید بانکداری بدون ربا»، *مجله اقتصاد اسلامی*، پاییز ۱۳۸۵، شماره ۲۳؛ و همینطور سیدعباس موسویان، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول، ۱۳۸۶، صص ۱۸۸-۱۳۲.

4. Hm Treasury, FSA, "Consultation on the Legislative Framework for the Regulation of Alternative Finance Investment Bonds(Sukuk)", 2008, available at [www.hm-treasury.gov.uk.p.9](http://www.hm-treasury.gov.uk.p.9).

5. equity security

6. securitization

7. Mahmoud A. El-Gamal, *Islamic Finance: Law, economics and Practice*, New York, Cambridge University Press, 1<sup>st</sup> edition, 2006, p. 102.

<sup>۸</sup> خریداران صکوک که مالکان مشاع دارایی پایه محسوب می‌شوند «سرمایه‌گذاران» یا «دارندگان (اوراق) صکوک» نامیده می‌شوند؛ در این مقاله هر دو عنوان به کار رفته است.

<sup>۹</sup> از این شرکت در منابع مختلف به عنوان «بانی»، «عامل» یا «شرکت اصلی» یاد می‌شود، در این مقاله از لفظ «بانی» استفاده شده است.

<sup>۱۰</sup> در متون مختلف این شرکت به انحاء مختلف مورد اشاره قرار گرفته است: «شرکت با هدف خاص»، «واسط»، «نهاد واسط»، «واسط اوراق»، «شرکت با مقصد خاص» و «ناشر». در این مقاله حسب مورد از اصطلاح «نهاد واسط» و «ناشر» با توجه به این که توسط قانون‌گذار با این عنوان به کار رفته‌اند، استفاده شده است.

اموال خود را که دارای جریان نقدی<sup>۱۱</sup> آتی هستند به این شرکت (SPV)<sup>۱۲</sup> می‌فروشد. نهاد واسط برای اینکه وجه لازم برای خرید اموال مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی<sup>۱۳</sup> می‌کند و آن را به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، به نمایندگی از سرمایه‌گذاران بابت خرید داراییها به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بهادار را خریده‌اند از محل جریانهای نقدی<sup>۱۴</sup> حاصل از اموال خریداری شده، بازدهی کسب می‌کنند.<sup>۱۵</sup>

صکوک یکی از اوراق بهاداری است که در نتیجه این فرایند منتشر می‌شود و حاصل مطالعات حوزه مهندسی مالی اسلامی<sup>۱۶</sup> و محصول ترکیب عقود مختلف اسلامی است.

در میان انواع صکوک، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. ناشران اوراق (دولتها و شرکتهای) نیز این نوع صکوک را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. در حقیقت صکوک اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از اموالی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده واگذار شده است. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که صکوک اجاره، بیانگر مالکیت مشاع فرد است که یک حق مالی قابل نقل و انتقال است، لذا می‌توان آن را به عنوان اوراق بهاداری قابل انتقال، در بازار ثانویه<sup>۱۷</sup> و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

به منظور آشنایی با این ابزار مالی اسلامی در مقاله حاضر ضمن دو بخش، ابتدا ابزار مذکور را خواهیم شناخت و سابقه انتشار آن را بررسی می‌کنیم و سپس در بخش دوم قوانین و مقررات حاکم بر صکوک در ایران و چالشهای فراروی انتشار آن را مطالعه خواهیم کرد.

### بخش اول: صکوک چیست؟

برای شناسایی صکوک ضروری است با مفهوم، ساختار و انواع آن آشنا شویم. آشنایی با تاریخچه

11. cash flow
12. special purpose vehicle: SPV
13. asset backed securities

<sup>۱۴</sup> برای مطالعه تفاوت بین بهره و جریانهای نقدی حاصل از این اوراق، نک:

Monzer Kahf and Tariqullah Khan, "Principle of Islamic Financing: A Survey", Islamic Research and Training Institute (IDB), 1988, p. 34, available at <http://monzer.kahf.com>.

<sup>۱۵</sup> کمیسیون اوراق بهادار مالزی، مصوبات شورای مشورتی شرعی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، ترجمه مهدی نجفی و سیدسعید شمسی‌نژاد، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق، چاپ اول، ۱۳۸۵، ص ۸۵.

16. islamic financial engineering

<sup>۱۷</sup> به استناد بند ۱۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازار ثانویه بازاری است که اوراق بهادار، پس از عرضه اولیه، در آن مورد داد و ستد قرار می‌گیرد.

و چگونگی طراحی و ظهور این ابزار مالی اسلامی نیز پس از شناخت آن خالی از فایده نمی‌باشد. بنابراین در مباحث آتی به ترتیب مسائل مربوط را مطرح می‌کنیم.

### مبحث اول- مفهوم و ساختار صکوک

صکوک در لغت جمع کلمه صک به معنی نامه، سند، مدرک و چک می‌باشد.<sup>۱۸</sup> در دایرالمعارف قاموس عام<sup>۱۹</sup> در تعریف صک چنین آمده است: «صک به معنای سند و سفته‌جه (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات به کار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سن اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هرآنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک‌الوکاله به معنای وکالت‌نامه و صک‌الکفاله به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است.»

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)<sup>۲۰</sup> در بحث پیرامون صکوک سرمایه‌گذاری<sup>۲۱</sup>، صکوک را اینگونه تعریف کرده است: «اسنادی با ارزش اسمی برابر که پس از اتمام پذیره‌نویسی، مبین پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر و مالکیت در یک یا مجموعه‌ای از اموال، منافع حاصل از اموال و اموال زیربنایی، همچنین داشتن نفع در یک پروژه یا فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌باشد.»

طراحی و انتشار هریک از انواع صکوک مستلزم دخالت عوامل گوناگون است لیکن نوعاً ارکان زیر در هریک از انواع صکوک مشاهده می‌شود: ۱- قرارداد پایه ۲- دارایی یا اموال پایه ۳- بانی ۴- نهاد واسط و ۵- سرمایه‌گذاران

**قرارداد پایه:** قراردادی است که نوع صکوک منتشره را مشخص می‌کند. موضوع اصلی این قرارداد که بین بانی و نهاد واسط منعقد می‌شود، انتقال اموال منتخب بانی به نهاد واسط است و

<sup>۱۸</sup> فؤاد افوام البستانی، فرهنگ عربی به فارسی ترجمه منجدالطلاب، ترجمه محمد بندر ریگی، تهران، انتشارات اسلامی، چاپ چهاردهم، ۱۳۷۵، ص ۳۱۰.

<sup>۱۹</sup> المعلم بطرس البستانی، قاموس عامل لكل فن و مطلب، ج ۱۰، بیروت، دارالمعرفه، ۱۳۷۵، ص ۷۴۹.

<sup>۲۰</sup> سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی Accounting and Auditing for Islamic Financial Institutions.

این سازمان طی توافقنامه‌ای که در ۲۶ فوریه ۱۹۹۰ میلادی در الجزایر به امضا رسید، تشکیل گردید و در ۲۷ مارس ۱۹۹۱ در بحرین به عنوان یک شرکت غیرانتفاعی خودگردان به ثبت رسید. این سازمان تا کنون علاوه بر مجموعه استانداردهای اخلاق و شریعت، ۷۰ استاندارد شرعی را وضع نموده و وظیفه آن توسعه استانداردهای حسابداری، حسابرسی و راهبری می‌باشد. در حال حاضر ۱۶۰ عضو رسمی از حدود ۴۰ کشور به عضویت این سازمان در آمده‌اند. برای مطالعه بیشتر در این خصوص و ملاحظه مصوبات این سازمان، نک: <http://www.aaofii.com>

<sup>۲۱</sup> investment sukuk

ضمن آن بر اساس نیازهای بانی در تأمین منابع مالی شروطی گنجانده می‌شود یا به همراه آن قرارداد یا قراردادهای مستقلی منعقد می‌گردد. در صکوک اجاره این شرط، شرط اجاره اموال منتقل شده توسط انتقال‌دهنده یا شخص ثالثی است که او معرفی می‌کند. در صکوک مشارکت قرارداد شرکت بین شرکا (بانی و نهاد واسط) منعقد می‌گردد و در صکوک مضاربه عقد مضاربه بسته می‌شود. میزان اعتماد سرمایه‌گذاران در هریک از کشورها و حمایت قانون از هریک از انواع صکوک نیز در انتخاب قرارداد پایه تأثیرگذار است.

**دارایی پایه:** اموال بانی است که بر اساس اغراض مختلف او انتخاب می‌شود. گاه این دارایی طرحی است که قصد ساخت و اجرای آن وجود دارد. گاه جزء داراییهای شرکت است که به دلیل عدم ایجاد جریان نقدی یا غیرقابل نقدشوندگی، امکان استفاده از آن در تأمین مالی پروژه‌های شرکت وجود ندارد؛ مانند زمین چند هکتاری شرکت که به فروش نمی‌رود یا خریداران صرفاً با ثمن بخش حاضر به خرید آن هستند و بنابراین منافع شرکت فروش آن را ایجاب نمی‌نماید. دارایی پایه می‌تواند یک مال یا مجموعه‌ای از اموال شرکت باشد. با توجه به نوع صکوک منتشره این مال باید مشخصاتی داشته باشد. به عنوان مثال در صکوک اجاره باید انتفاع از اموال با بقای اصل آن ممکن باشد، مال مشروع و معین باشد.

**بانی:** شخص حقوقی است که به منظور تأمین مالی پروژه‌های خود صکوک را طراحی می‌کند. این شخص می‌تواند دولت یک کشور باشد که برای طرحهای زیربنایی خود نیاز به منابع مالی دارد یا شرکتی باشد که به دنبال تأمین مالی پروژه‌های خود می‌باشد. کشورهای مختلف با توجه به نظام حقوقی و مالی خود برای بانی شرایط خاصی در نظر گرفته‌اند.

**نهاد واسط:** شخص حقوقی است که به طور معمول اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند. شرکت‌های واسط در جایگاه وسیله‌ای جهت انتقال داراییها فعالیت می‌کنند. شرکت‌های واسط افزون بر فرایند انتشار اوراق بهادار اسلامی، در فرایند تبدیل داراییها به اوراق بهادار نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند. به علت جلوگیری از ریسک ورشکستگی، نهادهای واسط عمری محدود دارند و فقط می‌توانند فعالیتی خاص انجام دهند و از انجام فعالیتهای دیگر منع شده‌اند.<sup>۲۲</sup>

سرمایه مورد نیاز این شرکتها با توجه به قوانین و مقررات هر کشور تفاوت دارد؛ اما در صورتی که نهاد واسط برای فرایند انتشار اوراق مورد استفاده قرار گیرد، سرمایه‌ای در حدود ۲۰۰ دلار خواهد داشت. در بیشتر موارد چنین شرکت‌هایی به جز مدیر، نیروی انسانی دیگری ندارند.<sup>۲۳</sup> در کشورهایی که دارای بازار اوراق بهادار نظام‌مند هستند به منظور حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران این شرکت تحت نظارت بالاترین مقام نظارتی بازار سرمایه فعالیت می‌کنند. **سرمایه‌گذاران:** دارندگان اوراق و تأمین‌کنندگان مالی طرحهای سرمایه‌گذاری هستند. در

<sup>۲۲</sup> علی سعیدی و ابوذر سروش، «ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق صکوک اجاره در ایران»، *مجله اقتصاد*

اسلامی، بهار ۱۳۸۸، ش ۳۳، صص ۳۶-۳۵.

<sup>۲۳</sup> Ajman Bank, *Tabreed Preliminary Prospectus*, Ajman, Ajman Bank, 2006, p. 67.

صکوک اجاره این اشخاص در واقع مالکان به نحو مشاع دارایی پایه هستند که توسط ناشر به وکالت از آنان اجاره داده می‌شود. دارندگان اوراق می‌توانند اوراق اجاره را نگه‌دارند و به صورت ماهانه از درآمد آنها استفاده کنند یا می‌توانند در مواقع نیاز به نقدینگی، آنها را که سند مالکیت دارایی حقیقی است به دیگری بفروشند. خریداران اوراق، مالکان جدید داراییهای اجاره داده شده خواهند بود.<sup>۲۴</sup>

این شیوه منجر به هدایت نقدینگی سرگردان در جامعه به سوی طرحهای سرمایه‌گذاری می‌شود. خصوصاً در طرحهای زیربنایی مانند راه‌آهن، فرودگاه و جاده‌ها که به دلیل نیاز به سرمایه کلان و دیر بازده بودن، بخش خصوصی از سرمایه‌گذاری در آنها استقبال نمی‌کند، استفاده از سرمایه و پس‌انداز عموم مردم از طریق انتشار صکوک شیوه مناسبی برای اجرای پروژه‌ها خواهد بود.

#### ملاحظات اقتصادی

ریسک<sup>۲۵</sup> با زندگی انسانها و سازمانها عجین شده است. آنچه اهمیت دارد این است که ریسک قیمت مشخصی دارد و بالطبع انتقال و حذف آن نیز مستلزم صرف هزینه می‌باشد. بنابراین باید بین ریسک و بازدهی تعادل برقرار کرد.<sup>۲۶</sup>

اوراق صکوک دارای مزایایی است که هم منافع سرمایه‌گذاران را تأمین می‌کند و هم برای شرکتها منابع مالی مورد نیاز آنها را بدون نیاز به اخذ وام یا سایر شیوه‌های پر هزینه تأمین می‌نماید. هرچند با توجه به انتشار اوراق با پشتوانه اموال مادی و نه بدهی، این اوراق دارای ریسک کمتری نسبت به اوراق بدهی می‌باشند<sup>۲۷</sup>، لیکن همواره، خطراتی نیز سرمایه‌گذاران را تهدید می‌نماید که این خطرات عمدتاً ناشی از مالکیت آنها بر اموال پایه انتشار اوراق می‌باشند. با توجه به نوع صکوک منتشره ریسک اوراق متفاوت خواهد بود اما مهمترین خطراتی که دارندگان صکوک اجاره با آن مواجه هستند را می‌توان بر اساس نوع بازار به ریسکهای بازار اولیه

<sup>۲۴</sup> سیدعباس موسویان و سعید فراهانی فرد، «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، مجله اقتصاد اسلامی، زمستان ۱۳۸۵، ش ۲۴، ص ۷۹.

<sup>۲۵</sup> فرهنگ وبستر ریسک را «در معرض خطر قرار گرفتن» تعریف کرده است.

<sup>۲۶</sup> برای مطالعه ریسکهای پیش روی نهادهای مالی اسلامی، نک: طریق‌الله خان و حبیب احمد، مدیریت ریسک و بررسی عوامل بروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی، ترجمه محمدهدی موسوی بیوکی، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق، چاپ اول، ۱۳۸۷ همچنین سامی ابراهیم سویلم، پوشش ریسک در مالی اسلامی، ترجمه محمد علیزاده اصل و محمدهدی عسگری و مهدی حاجی رستم‌لو، تهران، دانشگاه امام صادق، چاپ اول، ۱۳۸۶.

<sup>۲۷</sup> برای مطالعه بیشتر، نک:

Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, West Sussex, John Wiley & Sons, 2007, p. 85.

و ثانویه و ریسکهای مرتبط با دارایی تقسیم نمود.<sup>۲۸</sup> برخی از مصادیق مهم هر یک و راههای پوشش آنها را به شرح ذیل مورد بررسی قرار خواهیم داد:

۱- ریسک سوءاستفاده نهاد واسط از وجوه دریافتی: از آنجا که نهاد واسط با انتشار اوراق اجاره اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد می‌نماید، لذا ممکن است از این وجوه سوءاستفاده کند. به منظور جلوگیری از این خطر وجوه جمع‌آوری شده به حسابی مشترک بین امین و نهاد واسط واریز می‌شود تا در هر مورد برداشت از این حساب نیاز به اراده مشترک این دو نهاد داشته باشد.<sup>۲۹</sup>

۲- ریسک عدم اجاره دارایی توسط بانی: دارایی که به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار نهاد واسط قرار می‌گیرد باید به بانی اجاره داده شود. در برخی موارد ممکن است بانی پس از فروش دارایی، از اجاره دارایی به دلایلی منصرف شود. به منظور پوشش این ریسک باید در قرارداد خرید مال توسط نهاد واسط، شرط ضمن عقد برای اجاره دارایی پایه توسط بانی گنجانده شود و با اخذ ضمانتنامه بانکی یا شرط وجه التزام یا هر دو، از بروز این مشکل جلوگیری نمود.

۳- ریسک از بین رفتن داراییها: چنانچه در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل به اموال خسارتی وارد آید، از ارزش آنها کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق بیمه کردن داراییها به طور کامل حذف کرد.

۴- ریسک نرخ سود: مبلغ اجاره‌بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره‌بهای ثابتی را دریافت می‌کنند. بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد، آنگاه سرمایه‌گذاران در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می‌کنند،<sup>۳۱</sup> و در صورتی که صکوک اجاره دارای بازار ثانویه باشد کاهش ارزش بازاری را نیز در پی خواهد داشت.<sup>۳۲</sup>

۵- ریسک قوانین و مقررات: ریسک قوانین و مقررات به دو بعد داخلی و خارجی تقسیم می‌شود. از بعد داخلی این ریسک شامل احتمال تغییر قوانین و مقررات مرتبط با انتشار اوراق، قوانین مالیاتی و قوانین خاص از جمله مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد. در

<sup>۲۸</sup> ابوذر سروش و محسن صادقی، «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، *مجله اقتصاد اسلامی*، پاییز ۸۶، ش ۲۷، صص ۱۶۵-۱۶۲.

<sup>۲۹</sup> مطابق ماده ۱۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب آذر ۱۳۸۸، «... وجوه حاصل از اقدامات تأمین مالی که از طریق انتشار اوراق بهادار توسط اینگونه نهادها صورت می‌گیرد، باید در حساب خاصی متمرکز شود و هرگونه برداشت از این حسابها باید تحت نظارت و با تایید سازمان (بورس) انجام گیرد.»

<sup>۳۰</sup> interest rate risk

<sup>۳۱</sup> برای مطالعه بیشتر، نک:

Tariquallah Khan & Habib Ahmed, *Risk Management*, Jeddah, Islamic Development Bank, 2001, p. 34.

<sup>۳۲</sup> Ali Arsalan Tariq, "Managing Financial Risks of SUKUK Structures", Loughborough University, September 2004, available at <http://scholar.google.com>, p. 43.

<sup>۳۳</sup> regulatory risk



صورت انتشار اوراق در بازارهای بین‌المللی، ریسک قوانین و مقررات خارجی وجود خواهد داشت که ناظر به روابط سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی خارجی فعال در زمینه انتشار اوراق خواهد بود. این ریسک با درج شروطی در قراردادهای منعقد فیما بین باید به حداقل ممکن برسد.

۶- ریسک کاهش قیمت دارایی: چنانچه ارزش داراییها در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد، آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان مواجه می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش<sup>۳۴</sup> به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد، زیرا در این صورت آنها می‌توانند با اعمال اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه اختیار فروش به نهاد واسط یا بانی بفروشند. استفاده از مدل اجاره به شرط تملیک نیز در کاهش این خطر مؤثر است.

۷- ریسک شریعت: ابزارهای مالی اسلامی نه تنها با برخی ریسک‌های ابزارهای مالی متعارف مواجه هستند بلکه به دلیل ساختار منحصر به فرد خود با ریسک‌های دیگری نیز مواجهند. یکی از مهمترین این ریسک‌ها ریسک شریعت می‌باشد. از آنجا که انتظار می‌رود تمامی ابزارهای اسلامی مبتنی بر اصول و موازین فقهی باشند لذا شاید در نگاه اول این ریسک چندان مهم تلقی نشود.<sup>۳۵</sup> جهت تبیین بهتر این ریسک می‌توان به موردی از صکوک اجاره منتشر شده در بحرین اشاره نمود که با وجود این‌که در کشور بحرین منتشر شده و نام صکوک را به همراه دارد، لیکن به اعتقاد فقهای اهل سنت در فرآیند انتشار این صکوک، از بیع‌العینه استفاده شده است که حرام می‌باشد.<sup>۳۶</sup> ریسک شریعت در کشورهایی که از مالی اسلامی و مالی متعارف به طور همزمان استفاده می‌کنند، بیشتر از سایر کشورهای اسلامی وجود دارد؛ مالزی و امارات متحد عربی نمونه‌ای از این کشورها می‌باشند.<sup>۳۷</sup>

از این رو اطلاق نام صکوک و انتشار آن در یک کشور اسلامی لزوماً بیانگر رعایت تمامی موازین شرعی اوراق نیست. در ایران به دلیل تأیید قوانین توسط شورای نگهبان، عموماً ریسک شریعت پایین است، لیکن با توجه به عدم تصویب قوانین مربوط به ابزارهای مالی اسلامی توسط مجلس شورای اسلامی این ریسک درخصوص صکوک منتفی نیست. سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور کاهش این ریسک، کمیته‌ای فقهی تخصصی ایجاد نموده است تا این‌گونه مسائل را از نقطه نظر فقهی به صورت دقیق مورد بررسی قرار دهد.

۳۴. put option

۳۵. Monzer Kahf, "Innovation and Risk Management in Islamic Finance: Shari'ah Consideration", Paper prepared for the seventh Harvard International Forum on Islamic Finance, 2006, available at <http://monzer.kahf.com>, p. 3.

۳۶. برای مطالعه نظرات پیرامون بیع‌العینه، نک: علی صالح آبادی، «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از

دیدگاه فقه امامیه»، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق، بهار ۱۳۸۴، ش ۲۵.

۳۷. سروش و صادقی، پیشین، صص ۱۷۹-۱۷۸.

## مبحث دوم- انواع صکوک

هدف از این تقسیم ارائه صورت کاملی از اقسام صکوک نیست، بلکه می‌خواهیم پاره‌ای از انواع شایع صکوک را مطالعه کنیم؛ براین مبنا می‌توان انواع صکوک را بر مبنای قرارداد پایه و شخص منتشرکننده آن دسته‌بندی نمود.

### الف) نوع صکوک با توجه به قرارداد پایه

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)، انواع صکوک سرمایه‌گذاری را معرفی کرده است: صکوک مالکیت اموال مورد اجاره (صکوک اجاره)؛ صکوک مالکیت اموالی که در آینده ساخته می‌شود؛ صکوک مالکیت منافع اموال موجود؛ صکوک مالکیت منافع اموالی که در آینده ساخته می‌شود؛ صکوک سلم (سلف)<sup>۳۸</sup>؛ صکوک استصناع<sup>۳۹</sup>؛ صکوک مرابحه؛ صکوک مشارکت؛ صکوک مضاربه؛ صکوک نماینده سرمایه‌گذاری؛ صکوک مزارعه<sup>۴۰</sup>؛ صکوک مساقات؛ صکوک ارائه خدمات و صکوک حق‌الامتياز. در این قسمت با ساختار برخی از انواع صکوک آشنا می‌شویم.

#### ۱- صکوک مضاربه

در استاندارد سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی صکوک مضاربه بدین صورت تعریف می‌شود: «صکوک مضاربه، اسنادی است که نشان‌دهنده پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی هستند که طبق قرارداد مضاربه مدیریت می‌شوند و در این راستا یکی از طرفین به عنوان مضارب جهت مدیریت عملیات، معرفی می‌شود. هدف از این اوراق، مشارکت عموم در طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری است.» این صکوک بر تقسیم سرمایه‌های مضاربه از طریق انتشار واحدهایی دارای ارزش برابر که به نام دارنده آن به ثبت می‌رسند، بنا شده است. اسناد صکوک مضاربه نشان‌دهنده اموالی هستند که به واسطه سرمایه‌های مضاربه به دست آمده است. هر صک نشان‌دهنده مالکیت مشاع در اموالی است که به واسطه سرمایه‌های مضاربه به دست آمده‌اند. مطابق مصوبات سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک مضاربه باید

<sup>۳۸</sup> برای آشنایی بیشتر با صکوک سلف، نک: سعید فراهانی‌فرد، «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، *مجله اقتصاد اسلامی*، بهار ۱۳۸۸، ش ۳۳، صص ۳۲-۷.

<sup>۳۹</sup> برای مطالعه پیرامون صکوک استصناع، نک: محمدنقی نظر پور، «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع؛ مشکلات و راه‌حلهای»، *مجله اقتصاد اسلامی*، تابستان ۱۳۸۵، ش ۲۲؛ همچنین محمدنقی نظرپور، «اوراق بهادار استصناع ابزاری برای سیاست پولی»، *مجله اقتصاد اسلامی*، زمستان ۱۳۸۴، ش ۲۰.

<sup>۴۰</sup> به منظور آگاهی از ساختار صکوک مزارعه و مساقات، نک: سیدعباس موسویان، «صکوک مزارعه و مساقات؛ ابزار مالی مناسب برای توسعه بخش کشاورزی ایران»، *مجله اقتصاد اسلامی*، تابستان ۱۳۸۶، ش ۲۶.

دارای ویژگیهایی باشد که برخی از آنها به شرح زیر است:

- هدف از انتشار صکوک مضاربه باید به وضوح تبیین شده باشد و جهت انجام معاملات تجاری قانونی و منطبق با اسلام باشد. پروژه باید از نظر اقتصادی، ارزش افزوده ایجاد کند و نرخ بازدهی آن مثبت باشد. مضاربه را می‌توان برای مقاصد سرمایه‌گذاری کلی (نامحدود) و یا برای اهداف سرمایه‌گذاری خاص منعقد کرد. دارندگان صکوک مضاربه می‌توانند با رعایت شرایطی با فروش آن، مالکیت صکوک را به دیگری انتقال دهند.

- هزینه پروژه نشان‌دهنده حجم و میزان سرمایه‌گذاری‌هاست و باید قطعی، مشخص و به دور از هر گونه ابهامی برای طرفهای قرارداد باشد. البته مضارب می‌تواند علاوه بر مدیریت پروژه، در زمره سرمایه‌گذاران نیز قرار گیرد و قسمتی از صکوک مضاربه را مالک شود.

- مدیر یا ناشر نباید در قرارداد مضاربه، سرمایه یا سود ثابت را تضمین کنند. همچنین مقدار سود نباید بر اساس درصدی از سرمایه تعیین شود. در نهایت نیز باید اطلاعات و جزئیات مربوط به سود و زیان طرح برای دارندگان صکوک منتشر شود. بدیهی است که در صورت وقوع زیان در اصل سرمایه، دارندگان صکوک نیز در زیان شریکند.

- در قرارداد مضاربه، شخص ثالثی غیر از مضارب یا سرمایه‌گذاران می‌تواند در صورت بروز زیان، ضرر وارده را جبران نماید. این تضمین در متون فقهی اهل سنت تحت عنوان «قرارداد تبرع» بحث می‌شود و تنها در صورتی صحیح است که فرد تضمین‌کننده از نتایج و عواقب ضمانت خود آگاه باشد. در بعضی موارد ممکن است ذینفعی که از انجام پروژه سود می‌برد، پرداخت زیانهای وارده را تضمین نماید.

- مضارب، در قرارداد مضاربه امین است. لذا نمی‌توان او را به دلیل وقوع ضرر در پروژه‌ها یا عملکرد ضعیف مؤاخذه نمود، مگر آنکه در انجام وظایف خود تقصیر یا سهل‌انگاری کند. به همین دلیل نباید در قرارداد با درج عباراتی به صورت مستقیم یا غیرمستقیم او را ضامن سرمایه قرار داد. اما سرمایه‌گذاران می‌توانند از مضارب طلب نوعی وثیقه کنند تا در صورت رخداد هر یک از موارد قصور یا تقصیر توسط او خسارات وارده از آن محل جبران شوند.<sup>41</sup>

## ۲- صکوک مشارکت

صکوک مشارکت، اسناد دارای ارزش یکسان هستند که برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرحهای جدید، توسعه طرحهای موجود یا تأمین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود. دارندگان صکوک به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا اموال آن می‌شوند. صکوک مشارکت را می‌توان در بازارهای ثانویه مورد معامله قرار داد. این صکوک بسیار شبیه صکوک مضاربه است. تنها تفاوت موجود بین آنها، ساختار ارتباط بین ناشر و دارنده صکوک است. در صکوک مشارکت، ناشر صکوک کمیته‌ای متشکل از دارندگان صکوک را برای اتخاذ

<sup>41</sup>. AAOIFI, *op. cit.*, 2002.

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهد.

بازدهی صکوک مشارکت مانند صکوک مضاربه و بر خلاف صکوک سلم، اجاره و استصناع که بازدهی ثابتی دارند، متغیر است.

ساختار صکوک مشارکت بدین ترتیب است که، بانی و نهاد واسط برای یک دوره معین و بر اساس نسبت مشخص از سود و زیان با یکدیگر قرارداد می‌بندند. در این قرارداد بانی زمین یا اموال دیگری را به عنوان آورده خود و نهاد واسط نیز به عنوان شریک دیگر پول دریافتی از سرمایه‌گذاران پس از انتشار صکوک را به عنوان سهم مشارکت خود قرار می‌دهد. طرح مورد نظر بانی به وسیله آورده نهاد واسط اجرایی شده و به فروش می‌رسد یا اجاره داده می‌شود. عامل (یعنی بانی) مبلغی را به عنوان حق‌الزحمه عاملیت دریافت خواهد کرد. سود حاصل از طرح به دارندگان صکوک به عنوان سود اوراق داده می‌شود. به طور معمول به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاران، بانی از ابتدا تعهد می‌کند که تمام صکوک مشارکت منتشره توسط نهاد واسط را در پایان دوره به قیمت از پیش تعیین شده از سرمایه‌گذاران خریداری نماید.<sup>۴۲</sup>

### ۳- صکوک اجاره

در میان انواع صکوک، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. شرکتها نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. طرح انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط پروفیسور «منذر قحف»<sup>۴۳</sup> در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. صکوک اجاره ابزاری طراحی شده مبتنی بر اجاره اموال است که می‌تواند غیرمنقول همچون زمین یا منقول همچون کشتی و هواپیما باشند.<sup>۴۴</sup>

بر اساس بند ۱ ماده ۱ ضوابط انتشار اوراق اجاره مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار مورخ ۱۳۸۶/۱۱/۱ اوراق اجاره (صکوک اجاره) اوراق بهاداری است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود.<sup>۴۵</sup> ساختار کلی طراحی و انتشار صکوک اجاره مبتنی بر سه رکن اصلی است:

بانی<sup>۴۶</sup> که ذینفع وجوه حاصل از انتشار است، دولت، شرکت یا نهادی است که برای تأمین مالی پروژه‌هایش به وجه نقد نیاز دارد و عموماً اموال منقول یا غیرمنقولی دارد که منشأ ایجاد نقدینگی برای وی نمی‌باشند.

نهاد واسط (SPV) که ناشر<sup>۴۷</sup> صکوک اجاره است.

42. call option

43. Monzer Kahf

44. Ali Arsalan Tariq, *op. cit.*, p. 20.

45. این مصوبه در سایت به نشانی: [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) قابل دسترسی است.

46. originator

47. به موجب بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴، ناشر شخص

حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند.

سرمایه‌گذاران که اقدام به خریداری صکوک می‌نمایند و مالکان مشاع دارایی هستند که اجاره داده می‌شود.

ساختار نوعی این شیوه بدین شرح است که ابتدا بانی یکسری از اموال خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس یک نهاد واسط (SPV) تأسیس می‌کند و اموال منتخب را به صورت نسبی به آن می‌فروشد با این توافق که این شرکت پس از خرید اموال مجدداً آنها را در قالب عقد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره‌بها با توافق طرفین تعیین می‌شود.

در مرحله بعد نهاد واسط از طریق انتشار و فروش اوراق صکوک، ثمن معامله را تهیه می‌کند و از سویی با فروش اوراق صکوک که دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از اموال می‌باشند، سرمایه‌گذاران را به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت اموال به صورت مشاع شریک می‌نماید. سپس اموال سرمایه‌گذاران طی قرارداد اجاره به بانی یا شخص دیگری اجاره داده می‌شود.

بانی مبلغ اجاره‌بها را طبق شرایطی که در قرارداد اجاره ذکر شده در اختیار نهاد واسط قرار می‌دهد. این شرکت نیز اجاره‌بها را بین دارندگان صکوک (سرمایه‌گذاران) تقسیم می‌کند. البته فرآیند دریافت و پرداخت وجوه معمولاً توسط یک شخص ثالث با عنوان امین<sup>۴۸</sup> انجام می‌شود.

هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، پرداخت اجاره‌بها توسط بانی نیز متوقف می‌شود. در این مقطع با توجه به اینکه مالکیت اموال موضوع اجاره متعلق به دارندگان صکوک است اگر ارزش بازار اموال مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آنگاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش اموال، سود به دست می‌آورند و در غیر این صورت با زیان مواجه می‌شوند. بنابراین در حالی که درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است اما خود اوراق می‌توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. امری که می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک اختیار فروش<sup>۴۹</sup> نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند داراییهای ذریبط را در زمان انقضای قرارداد اجاره به خود بانی بفروشند.

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی بیان می‌کند که: «در مورد صکوک قابل معامله، ناشر می‌تواند در اعلامیه پذیره‌نویسی صکوک تعهد کند که در پایان مدت اجاره در صورت تمایل سرمایه‌گذاران اوراق صکوک آنها را به قیمت بازار بازخريد نماید. اما تعهد بازخريد صکوک با قیمت اسمی مجاز نیست.»

همانطور که ذکر شد اولین گام برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک، این است که بانی اموال واجد شرایط را به نهاد واسط منتقل نماید. نهاد واسط معمولاً یک شرکت

48. trustee

49. put option

سهامی خاص، مسؤولیت محدود یا مختلط سهامی است. با انتقال اموال به نهاد واسط، کلیه مسؤولیتها و ریسکهای مربوط به اموال از بانی دور شده و به نهاد واسط منتقل می‌شود. دارندگان صکوک نیز اطمینان می‌یابند که کلیه حقوق مربوط به اموال متعلق به آنهاست و هیچ شخص دیگری نسبت به آن ادعایی ندارد.<sup>۵۰</sup>

توصیه شده است که عقد اجاره از عقد بیع مستقل بوده و این دو نباید مشروط به یکدیگر باشند. یعنی بانی و نهاد واسط، نباید با این شرط دارایی را معامله کنند که پس از بیع، نهاد واسط دارایی را مجدداً به بانی اجاره دهد؛ از نظر اهل سنت چنین شرطی جایز نیست در حالی که این امر از منظر فقهای امامیه بلاشکال است. هرچند در هر صورت طرفین می‌توانند با انعقاد یک عقد مستقل به این هدف دست یابند.

با توجه به نوع قرارداد اجاره منعقد، صکوک اجاره می‌تواند به دو صورت عادی و اجاره به شرط تملیک<sup>۵۱</sup> منتشر شود، آنچه که بدان اشارت رفت نوع اول صکوک اجاره بود.

گرچه در تبیین ماهیت فقهی و حقوقی قرارداد اجاره به شرط تملیک بین حقوقدانان اختلاف نظر است، توافق ضمنی بین فقیهان و حقوقدانان وجود دارد<sup>۵۲</sup> که مفاد اجاره به شرط تملیک را می‌توان در قالب قرارداد اجاره انشاء کرد. در صکوک اجاره به شرط تملیک، شرط می‌شود مستأجر (بانی) در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرط مندرج در قرارداد، عین مستأجره (اموال پایه) را مالک گردد و بنابراین در اقساط پرداختی به سرمایه‌گذاران علاوه بر مبلغ اجاره بها بخشی از قیمت اموال نیز لحاظ می‌شود.

علاوه بر دو نوع صکوک اجاره مورد اشاره، برخی نیز با توجه اموال به موضوع قرارداد اجاره صکوک اجاره را به سه نوع تقسیم می‌کنند.<sup>۵۳</sup>

#### ب) نوع صکوک با توجه به ناشر<sup>۵۴</sup>

همانگونه که گفته شد نهاد واسط شرکتی است که مبادرت به انتشار اوراق می‌نماید. مطابق بند ۲۵ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب آذر ماه ۱۳۸۴ «انتشار» صدور اوراق بهادار برای عرضه عمومی است و به موجب بند ۱۲ ماده ۱ همان قانون «ناشر» شخص حقوقی است که اوراق بهادار

<sup>۵۰</sup> با توجه به همین ساختار، محققان صکوک را risk-sharing تلقی می‌کنند و نه risk transfer.

<sup>۵۱</sup> ماده ۵۸ آیین‌نامه اجرایی قانون عملیات بانکی بدون ربا «اجاره به شرط تملیک، عقد اجاره‌ای است که در آن شرط شود مستأجر در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد.»

<sup>۵۲</sup> محمدعلی تفرشی و سیدحسن وحدتی‌شیرازی، «ماهیت حقوقی، احکام و آثار قرارداد اجاره به شرط تملیک»، نشریه دانشور، ۱۳۸۰، ش ۳۶، ص ۱۲۴.

<sup>۵۳</sup> برای مطالعه بیشتر، نک: احمد مبلغی، «اوراق اجاره»، فصلنامه تخصصی فقه و حقوق، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، پاییز ۱۳۸۳، ش ۲، ص ۹۱.

را به نام خود منتشر می‌کند. با تطبیق نقش نهاد واسط و مفاد قانون، این شرکت ناشر اوراق صکوک در این فرایند تلقی می‌شود و اوراق منتشره در صورتی که نهاد واسط متعلق به بخش خصوصی باشد، صکوک شرکتی نامیده می‌شود. اوراقی که توسط دولتها منتشر می‌شود، صکوک حکومتی<sup>۵۵</sup> نامیده می‌شوند.

مشکل اصلی که دولتهای کشورهای مسلمان با آن مواجه هستند این است که تأمین مالی و گسترش صنایع زیربنایی مرتبط با منافع عمومی (بخش آب، برق، راههای عمومی، آموزش، ارتباطات و غیره) برعهده آنهاست و بخش خصوصی تمایلی به حضور در این حوزه‌ها نشان نمی‌دهد. بنابراین ایده اولیه طراحی ابزارهای مالی برای کمک به حل مشکلات دولتها بوده است. تلاش دولت اردن در سال ۱۹۸۱ با تصویب «قانون سندات المقارضه»<sup>۵۶</sup> حرکتی برای حل این بحران بوده است. در مقارضه صاحب سرمایه، سرمایه‌اش را در اختیار عامل (کارآفرین) قرار می‌دهد و در سود با او شریک می‌شود، در حالی که ضررها را به تنهایی متحمل می‌شود. ریسک این قرارداد و وابستگی شدید آن به صنعت موضوع سرمایه‌گذاری، کارایی و قابلیت اعتماد به کارآفرین، موجب شد مهندسان مالی اسلامی به عقد اجاره روی آورند و با توصیه انتشار اوراق بهادار بر مبنای عقد اجاره به تأمین مالی بپردازند.<sup>۵۷</sup>

صکوک حکومتی نمایانگر پیشرفتی مهم در حوزه بانکداری و تأمین مالی اسلامی است. صکوک حکومتی منتشره توسط دولتهای قطر، مالزی و بحرین موفقیت‌های بی‌نظیری در معرفی این ابزار مالی اسلامی و جذب منابع مالی مسلمانان و غیرمسلمانان داشته‌اند.

مروری کلی بر صکوک منتشره از سال ۲۰۰۱ تا سال ۲۰۰۶ بیانگر این است که در ابتدا اغلب ناشران، دولتهای اسلامی بوده‌اند و متعاقباً شرکتها و دولتهای اروپایی به جمع ناشران پیوسته‌اند.<sup>۵۸</sup> حجم صکوک دولتی منتشره از سال ۲۰۰۲ تا سال ۲۰۰۵ بیش از پنج میلیارد دلار بوده است. اوراق مذکور توسط مؤسسات رتبه‌بندی از نظر ریسک هر یک با رتبه‌ای معادل رتبه کشور ناشر درجه‌بندی شده‌اند.

اولین صکوک شرکتی که توسط ناشران اروپایی منتشر شد، اوراقی بود که شرکتی انگلیسی در سال ۲۰۰۴ و به مبلغ ۲۷/۳ میلیون دلار در دوره زمانی سه ساله و با نرخ سود ثابت شش درصد منتشر نمود.

خریداران صکوک حکومتی چه کسانی بوده‌اند؟ اکثر اوراق صکوک که تاکنون منتشر شده‌اند را نهادهای مالی بزرگ از قبیل بانک مرکزی، بانکهای اسلامی بخش خصوصی و نهادهای مالی غیربانکی دیگر خریداری کرده‌اند. این نهادها در واقع مازاد نقدینگی خود را به سرمایه‌گذاری در

55. sovereign Sukuk

56. Act of *Sanadat al Muqaradah*

57. Monzer Kahf, "Use of Usufruct Bonds in Financing Public Utilities", 1997, available at <http://monzer.kahf.com>.

58. Nathif J. Adam, Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, London, Euromoney Books, 2005, p. 25.

اوراق صکوک اختصاص داده‌اند و اکثر آنها تمایل دارند این اوراق را تا تاریخ سررسید نگهداری کنند. بنابراین، این نهادها هیچ نیازی به بازار ثانویه برای معامله اوراق صکوک خود ندارند.

### مبحث سوم - سابقه تاریخی

اسناد و شواهد تاریخی، سابقه کاربرد صک را به قرون اولیه ظهور اسلام نسبت می‌دهند. محققان تجارت در قرون وسطی همچون والتر فیشر<sup>۵۹</sup> و آبراهام ادویچ<sup>۶۰</sup> معتقدند این واژه در تجارت بین‌الملل در مناطق اسلامی به جای واژه‌های سفته، قرض و مضاربه نیز به کار رفته است. در اواخر قرون وسطی صک یا چک به تعهد پرداخت شریک تجاری به جای شریکی دیگر در معاملات تجاری مسافتهای دور اطلاق می‌گردید. هرچند برخی محققان مرز استواری بین صکوک، سفته و حواله ترسیم می‌کنند ولی کاملاً واضح است که صکوک مفهومی عام‌تر از دو واژه قبل دارد و به جای آنها به کار می‌رفته است.<sup>۶۱</sup>

حرکت رو به رشد کشورهای اسلامی و توسعه آنها از اواخر قرن گذشته میلادی، نیاز به نقدینگی را در این کشورها افزایش داد. این روند در حالی نیاز به ابزارهای مالی اسلامی را تشدید کرد که سایر کشورها جهت مدیریت نقدینگی از اوراق بدهی و اوراق قرضه استفاده می‌کردند لیکن کشورهای اسلامی با توجه به ربوی بودن آنها از انتشار این اوراق اجتناب می‌نمودند. ایده اولیه انتشار اوراق قرضه اسلامی به دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد.<sup>۶۲</sup> در آن زمان تلاشهای زیادی توسط بانکهای اسلامی برای غلبه بر مسأله نقدینگی صورت گرفت. در ژوئیه ۱۹۸۳ بانک مرکزی مالزی به عنوان پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند، استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. این اوراق نرخ بهره از پیش تعیین شده نداشتند، بلکه نرخ بازدهی آنها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می‌شد. نرخ سود از رابطه ثابتی تبعیت نمی‌کرد و بیشتر بر ملاحظات کیفی طرح تأکید می‌شد. برای تعیین این نرخ، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار داشت؛ بدین ترتیب شبیه ربوی بودن سود به ظاهر بر طرف می‌شد و مسلمانان به خرید این اوراق اقدام کردند.<sup>۶۳</sup>

در دهه ۱۹۹۰ همزمان با گسترش ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانکهای اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد.<sup>۶۴</sup> به دنبال آن متخصصان مالی در کنار

59. Walter Fischel

60. Abraham Udovitch

61. Nathif J. Adam, *op. cit.*, pp. 43-44.

62. Muhammad Ayub, *op. cit.*, p. 11.

<sup>۶۳</sup> حمید پهلوان و سیدروح‌الله رضوی، «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، تهران، مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، اردیبهشت ۱۳۸۶، قابل دسترسی در سایت به نشانی: [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)

<sup>۶۴</sup> علی صالح‌آبادی، بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق، چاپ



علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسب نمودند. همانگونه که پیشتر نیز اشاره شد، ایده انتشار اوراق اجاره برای نخستین بار توسط منذر قحف در کتاب سندات الاجاره و الاعیان الموجهه<sup>۶۵</sup> و متعاقباً در مقاله معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. وی این اوراق را ابتدا به دو دسته اوراق اعیان موجهه و اوراق اجاره تقسیم کرده، سپس اوراق اجاره را در دو حالت اجاره خدمات و اجاره منافع مورد بحث قرار می‌دهد. خصوصیات اوراق اجاره، محدودیتهای شرعی و نیز عوامل تأثیرگذار بر قیمت اوراق و منافع آن از مواردی است که قحف بررسی می‌کند.<sup>۶۶</sup>

افزایش نیازها منجر به طراحی صکوک و انتشار اولین اوراق توسط مالزی در دسامبر ۲۰۰۱ و از سوی انتشار اوراق سلم به ارزش بیست و پنج میلیون دلار امریکا توسط مؤسسه پولی بحرین در حوزه کشورهای خلیج فارس در ژوئن سال ۲۰۰۱ گردید. با توجه به استقبالی که از این اوراق صورت گرفت، مؤسسه پولی بحرین اوراق دیگری به ارزش صد میلیون دلار در اوت ۲۰۰۱ منتشر کرد. این اوراق پنج ساله با نرخ اجاره ۵/۲۵ درصد بوده و توسط دولت بحرین تضمین گردیدند.<sup>۶۷</sup>

استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی<sup>۶۸</sup> پیشنهاد شد و بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی چهارده نوع صکوک نمود.

در سوم ژوئیه سال ۲۰۰۲ دولت مالزی اقدام به انتشار نوع دیگری از صکوک اجاره با عنوان گواهی امین<sup>۶۹</sup> به مبلغ ششصد میلیون دلار نمود که سررسید آنها سال ۲۰۰۷ بود. وجوه حاصل از این اوراق که بیانگر مالکیت مشاع دارندگان در قطعه زمینی بود که از دولت مالزی خریداری شد، صرف ساخت دو بیمارستان، یک اداره دولتی و یک مجتمع دولتی گردید. این اوراق توسط مؤسسه استاندارد اند پورز<sup>۷۰</sup> با رتبه BBB رتبه‌بندی گردید.

در هشتم اکتبر سال ۲۰۰۳ بزرگ‌ترین انتشار صکوک تا آن تاریخ یعنی حدود هفتصد میلیون دلار توسط دولت قطر انجام پذیرفت. اوراقی که در سال ۲۰۱۰ قابل باز خرید هستند. سود اوراق از محل اجاره‌بهای قطعه زمینی که توسط دولت قطر به یک نهاد واسط به نام شرکت صکوک جهانی قطر فروخته شد پرداخت می‌گردد. موضوع فعالیت این شرکت که ناشر اوراق نیز می‌باشد

اول، ۱۳۸۵، صص ۴۵-۹.

<sup>۶۵</sup> منذر قحف، سندات الاجاره و الاعیان الموجهه، ریاض، المعهد الاسلامی للبحوث و التدریب للبنک الاسلامی للتنمیه، الطبعة الاولى، ۱۴۱۵ق.

<sup>۶۶</sup> موسویان و فراهانی‌فرد، پیشین، ص ۷۴.

<sup>۶۷</sup> Nathif J. Adam, *op. cit.*, p. 62.

<sup>۶۸</sup> Islamic Development Bank (IDB)

<sup>۶۹</sup> trust certificate

<sup>۷۰</sup> Standard & Poors (S&P)

صرفاً فعالیت در زمینه صکوک است. امین سرمایه‌گذاران و مدیر پرداخت مبالغ اجاره‌بها به آنها، بانک HSBC می‌باشد و پرداخت سود اوراق (اجاره‌بها) توسط دولت قطر تضمین شده است. رتبه اوراق توسط مؤسسه استاندارد اند پورز A+ تعیین شده است.

حجم اوراق در سال ۲۰۰۷ به پنجاه میلیارد دلار رسید اما بحران مالی جهانی، تداوم سقوط اعتباری خاورمیانه، تغییرات نرخ دلار و تأثیرات مصوبه سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در این سال، منجر به کاهش انتشار صکوک در سال ۲۰۰۸ گردید به نحوی که در این سال جمعاً چهارده میلیون دلار اوراق صکوک منتشر گردید.<sup>۷۱</sup>

در میان کشورهای غربی انگلیس در صدر کشورهای منتشرکننده صکوک قرار دارد، همچنین حدود هجده نوع صکوک در بورس این کشور لیست شده است که همگی در خارج از آن کشور منتشر شده‌اند.<sup>۷۲</sup> حجم بالای صکوک منتشر شده در دنیا، آن کشور را بر آن داشته است تا با تطبیق مقررات موجود بر آنها یا وضع مقررات جدید، نسبت به وضعیت انتشار این اوراق و چارچوب قانونی‌شان اتخاذ تصمیم نماید. بررسیها نشان می‌دهد صکوک بر عنوان «اوراق سرمایه‌گذاری مالی جانشین»<sup>۷۳</sup> در بخش ۷۷۸ قانون خدمات و بازارهای مالی<sup>۷۴</sup> انگلیس مصوب سال ۲۰۰۰ و بخش ۴۸۸ قانون تأمین مالی<sup>۷۵</sup> مصوب ۲۰۰۵ منطبق است. تا سال ۲۰۰۸ درخصوص صکوک به صورت موردی تصمیم گرفته شده و مقررات اوراق قرضه متعارف<sup>۷۶</sup> بر آنها اعمال شده است؛ در حالی که محققان، این مقررات را برای انتشار صکوک سختگیرانه و موجب کاهش انتشار آن تلقی می‌کنند.<sup>۷۷</sup>

## بخش دوم: صکوک در ایران

بررسی ساختار صکوک منتشره توسط سایر کشورها و مقایسه آن با اوراق مشارکت منتشره در ایران مبین این امر است که شباهتهای بسیاری بین این دو ورقه بهادار وجود دارد. اوراق مشارکت منتشره در ایران با اندک تغییراتی همان صکوک مشارکت تلقی می‌شود. بنابراین شاید بتوان با توجه به تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در شهریور ۱۳۷۶، ایران را جزء اولین کشورهای اسلامی طراحی‌کننده ابزارهای مالی اسلامی تلقی نمود.

در این بخش ضمن بررسی قوانین و مقررات مرتبط با اوراق اجاره (صکوک اجاره) به بررسی چالشهای فراروی انتشار صکوک از منظر حقوق داخلی می‌پردازیم.

71. Rafe Haneef, "Islamic Fixed Income Securities (Sukuk)", Tehran, International Seminar of Islamic Financial Instrument, 2009, p. 5.

72. Selim Cakir & Faezeh Raei, "Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?", International Monetary Fund, October 2007.

73. Alternative Financial Investment Bond (AFIB)

74. The Financial Services and Markets Act

75. The Finance Act

76. conventional bonds

77. Hm Treasury, *op. cit.*, p. 19

### مبحث اول- بررسی قوانین و مقررات

با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران<sup>۷۸</sup> در سال ۱۳۸۴ پس از ۳۹ سال، نهاد ناظر بازار پول<sup>۷۹</sup> و سرمایه تفکیک گردیدند و وظیفه نظارت بر بازار سرمایه از حیثه اختیارات بانک مرکزی خارج و بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار<sup>۸۰</sup> قرار گرفت.

به موجب قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵، شورای بورس وظیفه نظارت بر بازار سرمایه را عهده‌دار بود. ریاست این شورا به موجب ماده ۳ همان قانون بر عهده رئیس کل بانک مرکزی ایران و درغیاب او بر عهده قائم مقام بانک مرکزی بود و بنابراین عملاً نظارت بر هر دو بازار (پول و سرمایه) بر عهده بانک مرکزی قرار داشت. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار، شورای عالی بورس و اوراق بهادار<sup>۸۱</sup> بالاترین رکن بازار اوراق بهادار گردید (ماده ۳) که به موجب تبصره ۱ ماده ۳ قانون بازار، ریاست آن با وزیر امور اقتصادی و دارایی است. سازمان بورس نیز در کنار شورا، نظارت بر حسن اجرای قانون بازار را عهده‌دار گردید.

در این قانون علاوه بر اختیارات قبلی بانک مرکزی، وظایف و اختیارات جدیدی برای شورا و سازمان بورس به ترتیب در مواد ۴ و ۷ قانون بازار بر شمرده شد که نوعاً در نظام حقوقی ما برای اولین بار مطرح می‌شدند. یکی از این اختیارات امکان تصویب ابزارهای مالی جدید توسط شورا به استناد ماده ۴ قانون بازار است. در این قانون تعریفی از ابزارهای مالی ارائه نشده است لیکن در ذیل بند ۲۴ ماده ۱ قانون، مفهوم ابزار مالی معادل مفهوم اوراق بهادار در نظر گرفته شده است. با توجه به تجویز قانون، شورا در تاریخ ۸۶/۱۱/۱ به پیشنهاد هیأت مدیره سازمان بورس، مبادرت به تصویب ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره (صکوک اجاره) نمود، لیکن مشکلات مالیاتی و ثبتی مانع از اجرای این مصوبه شد.

بحران مسکن در کشور و افزایش ناگهانی و فوق‌العاده بهای مسکن، موجب تصویب قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن در خرداد ماه ۱۳۸۷ شد. در این قانون به منظور کمک به سرمایه‌گذاری در بخش مسکن برای اولین بار لفظ صکوک توسط قانون‌گذار به کار رفت. در ماده ۱۴ این قانون وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف گردید با همکاری بانک مرکزی و وزارت مسکن و شهرسازی از طریق از جمله «انتشار اوراق مشارکت و سایر ابزارهای

<sup>۷۸</sup> این قانون در آذر ماه ۱۳۸۴ به تصویب رسید و از این پس «قانون بازار» نامیده می‌شود.

<sup>۷۹</sup> برای ملاحظه تفاوت‌های بازار پول و سرمایه، نک: ابراهیم عباسی و علی آدوسی، **بازارها و نهادهای مالی**، تهران، دانشگاه الزهراء، چاپ اول، ۱۳۸۸.

<sup>۸۰</sup> سازمان بورس و اوراق بهادار به موجب بند ۲ ماده ۱ قانون بازار، سازمانی است که به موجب ماده ۵ آن قانون تشکیل می‌شود و به اختصار «سازمان» نامیده شده است. در این مقاله از این سازمان با عنوان سازمان بورس یاد می‌شود.

<sup>۸۱</sup> شورای عالی بورس و اوراق بهادار در بند ۱ ماده ۱ قانون بازار به اختصار «شورا» نامیده شده است که در این مقاله نیز به همان لفظ به کار رفته است.

مالی اسلامی مانند صکوک و استصناع با سرسیدهای مختلف» منابع مالی مورد نیاز برای تولید مسکن در کشور را تأمین نماید.

اشاره این قانون نیز مشکلات فراروی طراحی و انتشار صکوک را برطرف نکرد تا اینکه در آذر ماه ۱۳۸۸ با پیگیریهای سازمان بورس «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاستهای کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی» در ۱۸ ماده به تصویب رسید. در این قانون برای اولین بار نهاد واسط تعریف شد و طی مواد ۱۱ و ۱۲ آن سعی در رفع مشکلات مالیاتی جهت انتشار صکوک گردید. لذا در این مبحث برآنیم طی سه قسمت مصوبات مورد اشاره را به تفکیک بررسی و نقد نماییم.

### الف) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

همانگونه که اشاره شد یکی از وظایف شورا، در بند ۴ ماده ۴ قانون بازار «تصویب ابزارهای مالی جدید» است. در این قانون تعریفی از ابزارهای مالی ارائه نشده است لیکن در ذیل بند ۲۴ ماده ۱ قانون، مفهوم ابزار مالی معادل مفهوم اوراق بهادار در نظر گرفته شده است، امری که صحیح به نظر نمی‌رسد. بنا به تعاریف ارائه شده درخصوص این دو مفهوم در ادبیات مالی، اصولاً رابطه ابزارهای مالی با اوراق بهادار رابطه عموم و خصوص من وجه است نه تساوی. با وجود این به استناد قانون، ابزار مالی «هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد». تعریفی که هر چند جامع به نظر می‌رسد لیکن مانع نیست، بسیار عام بوده و مانع از ورود اسنادی چون اسناد مالکیت و اسناد تجاری که اصولاً کارکرد اوراق بهادار در بازار سرمایه را ندارند نمی‌شود.

قرار دادن این وظیفه بر عهده شورا مورد انتقاد بسیاری از صاحب‌نظران قرار گرفت چرا که اصولاً تصویب ابزار مالی جدید را که می‌تواند تأثیر مهمی بر بازار پول و سرمایه کشور داشته باشد و دارای ابعاد فقهی و حقوقی متعدد است در صلاحیت مقنن می‌دانند و نه شورا. مصوبات شورا نه تنها در سطح مصوبات هیأت وزیران نمی‌باشد بلکه برخلاف مصوبات هیأت وزیران توسط مجلس کنترل نمی‌شود و طبیعتاً ابعاد فقهی این ابزارها توسط شورای نگهبان نیز بررسی نمی‌شود. منتقدان برای تأکید بر ورود این ایراد بر قانون‌گذار که ظاهراً با مسامحه و بدون توجه به ابعاد مصوبه خود چنین حکمی را مقرر نموده است، فقدان چنین اختیاری در بازار پول را برای شورای پول و اعتبار مثال می‌زنند.

به هر حال پروسه تصویب یک ابزار مالی جدید از سازمان بورس آغاز می‌شود، چرا که بند ۱۳ ماده ۷ قانون بازار پیشنهاد به کارگیری ابزارهای مالی جدید در بازار اوراق بهادار به شورا را جزء وظایف و اختیارات بیست و دوگانه سازمان بورس قرار داده است. به منظور بهره‌گیری از نظرات مشورتی فقهی، سازمان بورس اقدام به تشکیل کمیته تخصصی فقهی نمود. مأموریت این کمیته عبارت است از بررسی و ارائه نظرات شرعی راجع به ابزارها، بازارها و نهادهای مالی در

بازارهای مالی کشور و ارائه پیشنهادها و اصلاحی لازم (ماده ۲ دستورالعمل تشکیل و فعالیت کمیته تخصصی فقهی مصوب ۸۶/۲/۲۳ هیأت مدیره سازمان بورس). این کمیته متشکل از هشت عضو می‌باشد که شامل پنج نفر فقیه (مجتهد متجزی)<sup>۸۲</sup>، یک نفر متخصص مالی، یک نفر حقوقدان و یک نفر اقتصاددان آشنا با بازار سرمایه است.

### ب) مصوبه شورای عالی بورس و اوراق بهادار

همانطور که پیشتر ذکر گردید، شورای عالی بورس و اوراق بهادار در اجرای بند ۴ ماده ۴ قانون بازار به پیشنهاد هیأت مدیره سازمان بورس، ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره را در تاریخ ۸۶/۱۱/۱ به تصویب رساند.

در این مصوبه اجزاء تشکیل دهنده ساختار صکوک تعریف شده‌اند و مشخصات آنها قید شده است لیکن چگونگی ترکیب این اجزاء و فرایند انتشار صکوک مشخص نشده است. مطابق این مصوبه اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (بند ۱ ماده ۱۳۱).

این دارایی هر نوع مال منقول یا غیرمنقولی است که بتواند موضوع قرارداد اجاره قرار گیرد و نباید هیچ‌گونه مانع یا محدودیت قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال عین، منافع و حقوق ناشی از آن وجود داشته باشد (ماده ۲). بنابراین از آنجا که مال مورد نظر ابتدا موضوع قرارداد بیع و سپس قرارداد اجاره قرار می‌گیرد باید دارای شرایط عمومی مصرح در قانون مدنی در فصول مربوط به بیع و اجاره باشد و لذا انتشار اوراق اجاره بر پایه اموال غیرمادی نیز قابل تصور و پذیرفتنی است. ارزش این اموال باید توسط کارشناسان رسمی دادگستری تعیین شود و به تأیید امین و بانی برسد ضمن اینکه دارایی باید در مقابل کلیه خسارات و حوادث بیمه شود. به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و امکان استفاده از عواید ناشی از انتقال آن مدت زمان اجاره نباید از ۸۰ درصد عمر مفید دارایی بیشتر باشد (ماده ۸).

مطابق این مصوبه، بانی شخص حقوقی است که با هدف تأمین مالی، اوراق اجاره منتشر می‌کند و می‌تواند اقدام به اجاره دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره نماید، بانی ممکن است فروشنده اموال مبنای صکوک نیز باشد (بند ۴ ماده ۱). واسط اوراق که در این مقاله از آن به نهاد واسط یاد کردیم، شخص حقوقی است که به منظور نقل و انتقال دارایی به وکالت از دارندگان اوراق اجاره و انتشار آن تشکیل می‌شود (بند ۵ ماده ۱).

به نظر می‌رسد گذاردن وظیفه انتشار اوراق برعهده بانی، در عین اینکه وی فروشنده دارایی پایه نیز باشد خالی از اشکال نیست و موجب افزایش ریسک سرمایه‌گذاران می‌شود. از سوی

<sup>۸۲</sup> در حال حاضر فقهای کمیته تخصصی فقهی را آقایان غلامرضا مصباحی مقدم، محمد علی تسخیری، مهدی هادوی تهرانی، سیدعباس موسویان و حسن آقانظری تشکیل می‌دهند.

<sup>۸۳</sup> در این قسمت هر جا به شماره مواد اشاره شده است، منظور مواد مصوبه شورای عالی بورس می‌باشد.

دیگر در تعاریف ارائه شده تعارض و تداخل نقش وجود دارد، چرا که هم بانی و هم واسط اوراق، می‌توانند نقش ناشر را ایفا نمایند: در بند ۵ ماده ۱ مصوبه، واسط وکیل دارندگان اوراق «در انتشار» آن معرفی شده است و در بند ۴ همان ماده بانی اوراق اجاره «منتشر» می‌کند. البته بر همین تعریف نیز ایراد دیگری وارد است زیرا در زمان انتشار اوراق هنوز دارندگانی وجود ندارند که واسط وکیل آنها تلقی شود. پس از انتشار است که واسط، حسب مورد وکیل سرمایه‌گذاران جهت اجاره دادن دارایی و دریافت اجاره‌بها می‌شود.

در ماده ۶ مصوبه شرایطی برای بانی برشمرده شده است: ثبت در ایران، گذشت حداقل دو سال از زمان تأسیس و ارائه اظهارنظر مؤسسه حسابرسی معتمد سازمان بورس در خصوص آخرین صورتهای مالی. البته حداکثر نسبت بدهی به جمع دارایی چنین شرکتی ۹۰ درصد است و به دلیل اعتمادی که به وزارتخانه‌ها و شهرداریها در ایفای تعهداتشان وجود دارد، آنها ملزم به رعایت این شرایط نمی‌باشند.

شخص دیگری نیز در این فرایند ملاحظه می‌شود. امین شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران و به منظور حفظ منافع آنان، مسئولیت نظارت بر کل فرآیند عملیاتی اوراق اجاره را بر عهده دارد. بانکها، مؤسسات اعتباری غیربانکی دارای مجوز بانک مرکزی یا شرکتهای تأمین سرمایه می‌توانند به پیشنهاد بانی و تأیید سازمان بورس به عنوان امین فعالیت نمایند. از جمله وظایفی که برای امین در نظر گرفته شده است نگهداری اسناد، مدارک و قراردادهای مثبت مالکیت دارایی، به وکالت از سرمایه‌گذاران می‌باشد.

به موجب ماده ۱۲ تمامی نقل و انتقالات مالی مربوط به فرآیند انتشار اوراق اجاره تا تسویه کامل اوراق توسط امین یا نماینده وی صورت می‌گیرد و مسئولیت این نقل و انتقالات با امین است و مشخص نشده است که در این صورت چرا در تعریف واسط اوراق، این شخص به منظور نقل و انتقال دارایی به وکالت از دارندگان اوراق اجاره و انتشار آن تشکیل می‌شود؟

مطابق ماده ۸، واسط اوراق، توسط امین تأسیس می‌شود. این حکم با ایرادی مواجه است: با توجه به اینکه از سویی انتشار اوراق و انجام نقل و انتقال دارایی باید توسط واسط اوراق انجام شود و از سویی وظیفه نظارت بر این امر برعهده امین است، آیا تأسیس ناظر توسط امین موجب ایجاد تعارض منافع نمی‌شود؟ در واقع ناظر نباید خود نفعی در اقدامات مجری داشته باشد تا بتواند با بی‌طرفی بر اعمال و اقدامات او نظارت کند.

به منظور نظارت سازمان بورس و اطلاع سرمایه‌گذاران، واسط اوراق باید تا پایان مدت قرارداد اجاره، با توجه به مقررات ذیربط و بر اساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی، صورتهای مالی میان‌دوره‌ای و سالانه حسابرسی شده و گزارش هیأت مدیره خود و بانی را همزمان با ارائه به سازمان به اطلاع امین نیز برساند.

حل و فصل اختلافات بین بانی، واسط، امین و سرمایه‌گذاران موضوع دیگری است که در این دستورالعمل بدان پرداخته شده است. مطابق ماده ۲۱، رسیدگی به این اختلافات بر عهده هیأت

داوری موضوع ماده ۳۷ قانون بازار نهاده شده است. این ماده از جهات گوناگون قابل انتقاد به نظر می‌رسد: مطابق ماده ۳۶ قانون بازار، «اختلافات بین کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار/معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذیربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها، در صورت عدم سازش در کانونها، توسط هیأت داورى رسیدگی می‌شود.» از اینرو هیأت داورى در رسیدگی به اختلافات حرفه‌ای بین این اشخاص دارای صلاحیت ذاتی است و دادگاههای عمومی فاقد صلاحیت هستند. فی الواقع برخلاف نام هیأت داورى، این مرجع یک نهاد داورى نیست و جزء مراجع قضاوتی ایران محسوب می‌شود و لذا ضرورتی به اشاره به ماده ۲۱ در مصوبه وجود نداشت.<sup>۸۴</sup>

حقیقت این است که صرفاً اختلافات سرمایه‌گذاران و بانى یا ناشر (هر یک ناشر اوراق باشند)، داخل در حدود صلاحیت هیأت داورى است و لذا مفاد این ماده، در قسمتی (اختلافات مربوط به بانى و امین) صحیح نمی‌باشد، چرا که قواعد مربوط به صلاحیت ذاتی به دلیل ارتباط با نظم عمومی قابل تغییر نیستند و نمی‌توانند موضوع توافقى خلاف، واقع شوند.

### ج) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید

همانگونه که در بخش قبل اشاره شد در فرایند انتشار صکوک، مال مبنای انتشار اوراق به نهاد واسط فروخته می‌شود و این نهاد با انتشار اوراق مالکیت آن را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند و لذا در هر مرحله مالیات نقل و انتقال باید پرداخته شود. مالیات بر درآمد درآمدهایی که در حسابهای نهاد واسط شناسایی می‌شوند نیز مبلغ قابل توجهی را تشکیل می‌دهد.<sup>۸۵</sup>

مجموع مالیاتها، پرداخت کارمزد ناشر، امین، نهاد واسط، هزینه مشاوران طرح و سایر هزینه‌های انتشار اوراق مبلغ قابل توجهی را تشکیل می‌دهند که موجب می‌شود انتشار صکوک به عنوان یک ابزار تأمین مالی در ایران، مقرون به صرفه نباشد. با توجه به عدم تعریف نهاد واسط در قانون بازار، این شخص قانوناً تحت نظارت هیچ مرجعی نبود و مخاطرات انتشار اوراق توسط این شرکت، همچنین هزینه بالای انتشار، موجب شد تا سازمان بورس، مجوزی برای انتشار این اوراق صادر نکند.

با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاستهای کلی

<sup>۸۴</sup> برای مطالعه بیشتر، نک: سام سوادکوهی، هیأت داورى بازار اوراق بهادار، تهران، شرکت اطلاع‌رسانی بورس تهران، چاپ دوم، ۱۳۸۸؛ و غلامعلی میرزایی منفرد، ساز و کارهای حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه ایران با مطالعه تطبیقی، تهران، شرکت اطلاع‌رسانی بورس، چاپ اول، ۱۳۸۷.

<sup>۸۵</sup> دارایی پایه ممکن است ملک یا غیرملک (منقول یا غیرمنقول) باشد. اگر دارایی ملک باشد بر اساس ماده ۵۲ قانون مالیاتهای مستقیم، درآمد ناشی از واگذاری آن مشمول مالیات بر درآمد املاک است. در صورتی که دارایی ملک نباشد فروش دارایی بر اساس ماده ۱۰۵ همان قانون، جزء درآمدهای شرکت شمرده شده و با نرخ ۲۵ درصد مشمول مالیات می‌شود.

اصل چهل و چهارم قانون اساسی در ۱۸ ماده، گامهایی جهت کاهش مشکلات برداشته شد. در ماده ۱ این قانون، نهاد واسط به عنوان یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار معرفی شد که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید. شناسایی نهاد واسط به عنوان نهاد مالی، این شرکت را تحت نظارت کامل سازمان بورس قرار می‌دهد به نحوی که صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس و تصویب اساسنامه آن برعهده هیأت مدیره سازمان بورس است (بندهای ۶ و ۷ ماده ۷ قانون بازار). فعالیت این شرکت تحت نظارت سازمان بورس انجام می‌شود (ماده ۲۸ قانون بازار) و به موجب ماده ۲۹ قانون بازار، صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیأت مدیره و مدیران آن، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارشهای ویژه حسابرسی نهاد واسط باید به تأیید سازمان بورس برسد. از سویی وظیفه انتشار اوراق بهادار، که صکوک اجاره یکی از اقسام آن است، مطابق این قانون برعهده نهاد واسط قرار داده شده است و لذا مقررات حاکم بر ناشران در قانون بازار و مقررات تکمیلی مربوط، حاکم بر این نهاد مالی می‌باشند.

نوآوری دیگر این قانون وضع تسهیلات مالیاتی برای انتشار صکوک است. در مواد ۱۱ و ۱۲ این قانون، نهاد واسط از پرداخت هرگونه مالیات و عوارض نقل و انتقال و مالیات بردرآمد آن دسته از داراییهایی که تأمین مالی آن از طریق انتشار اوراق بهادار به عموم صورت می‌گیرد معاف است. درآمد حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط برای تأمین مالی از طریق عرضه عمومی اوراق بهادار نیز معاف از مالیات است و به نقل و انتقال آن هیچ‌گونه مالیات و عوارضی تعلق نمی‌گیرد. در انتهای ماده ۱۲ قانون مقرر شده است که هزینه استهلاک ناشی از افزایش ارزش دارایی، در خرید مجدد همان دارایی توسط فروشنده به هر نحوی که باشد، جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی نباشد. این حکم با ایرادی مواجه شده است: در صورت خرید همان دارایی به قیمت گرانتر از آنچه قبل از فروش در ترازنامه فروشنده به ارزش دفتری به ثبت رسیده است، این شخص باید هزینه استهلاک را متناسب با ارزش خرید مجدد دارایی احتساب نماید و در نتیجه این امر مطابق قانون مالیاتهای مستقیم جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی خواهد بود و حکم قانون توسعه ابزارها، فی الواقع موجب شده است تا مالیات بیشتری بر فروشنده تحمیل شود.<sup>۸۶</sup> در پاسخ به این ایراد می‌توان استدلال نمود که از آنجایی که در صدر این ماده، درآمد فروشنده حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط، معاف از مالیات شده است لذا معافیت مجدد وی هنگام بازخرید دارایی یا در پایان دوره اجاره به شرط تملیک موضوعیت ندارد.

نکته دیگری که در این قانون ملاحظه می‌شود حکم مقرر در قسمت اخیر ماده ۱۱ است. به موجب این ماده «... وجوه حاصل از اقدامات تأمین مالی که از طریق انتشار اوراق بهادار توسط اینگونه نهادها صورت می‌گیرد، باید در حساب خاصی متمرکز شود و هرگونه برداشت از این

<sup>۸۶</sup> نظر کارشناس کمیسیون ویژه پیگیری اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی مجلس شورای اسلامی.



حسابها باید تحت نظارت و با تأیید سازمان انجام گیرد.» مفاد این ماده از جنبه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و جلوگیری از سوءاستفاده از اموال توسط نهاد واسط، مفید به نظر می‌رسد، لیکن مشخص نکرده است که چگونه سازمان بورس می‌تواند هر برداشت از این حساب را تأیید نماید و آیا تأکید بر «هرگونه برداشت»، نهاد واسط را از لحاظ اجرایی با مشکل مواجه نمی‌کند؟ آیا می‌توان برخلاف حکم صریح این ماده در دستورالعمل اجرایی آن، به شیوه دیگری به منظور تسهیل امور، در عین اطمینان توسط جست و به منظور هر مورد برداشت از حسابها تأیید سازمان بورس را مطالبه نمود؟ آیا با توجه به صراحت قانون امکان تفویض اختیار و نظارت دوره‌ای سازمان بورس وجود دارد؟

### مبحث دوم - صکوک اجاره: ماهیت حقوقی و چالشها

صکوک اجاره مجموعه‌ای از قراردادهاست که بین بانی، نهاد واسط، سرمایه‌گذاران و امین منعقد می‌شود. این قراردادها گاه در قالب عقود معین و گاه با استناد به اصل آزادی قراردادها در قالب شکل تازه‌ای از معاملات تنظیم می‌شوند و لذا تمامی نکات مطروحه در بحث قواعد عمومی قراردادها باید در آنها مورد لحاظ قرار گیرد و البته نقش قراردادهای بیع، اجاره و دربرخی موارد اجاره به شرط تملیک پررنگ‌تر دیده می‌شود.

قرارداد اجاره قراردادی نسبتاً منعطف است و با درج شروط مختلف در آن می‌توان نوع مطلوب آن را طراحی کرد. پرداخت اجاره‌بها با نرخ ثابت و متغیر، طراحی قرارداد اجاره ساده یا اجاره به شرط تملیک و عدم لزوم پرداخت اجاره‌بها توسط شخص استفاده‌کننده از منافع، از جمله مصادیق این ادعاست. شرایط پیش گفته و ایجاد تدریجی منافع اجاره در زمان و تعلق گرفتن تدریجی اجاره‌بها به موجر، همگی دلایل مناسبی برای طراحی یک ابزار مالی اسلامی بر پایه عقد اجاره شده‌اند.<sup>۸۷</sup>

علاوه بر ماهیت هر یک از این قراردادها و چالشهای پیش روی آنها، در انتشار صکوک اجاره نکات دیگری ملاحظه می‌شود که شرح مختصر برخی در ذیل می‌آید.

انتشار صکوک اجاره بر مبنای مال غیرمنقول مسائل خاص خود را دارد: خرید و فروش املاک ثبت شده در حقوق ما تشریفاتی است.<sup>۸۸</sup> با همه تلاشی که برای استقرار حکومت تراضی در این زمینه می‌شود، ماده ۲۲ قانون ثبت اسناد و املاک چنان صریح است که جای هیچ تردیدی باقی نمی‌گذارد. در این ماده آمده است: «همین که ملکی مطابق قانون در دفتر املاک به ثبت رسید، دولت فقط کسی را که ملک به اسم او ثبت شده و یا کسی که ملک مزبور به او منتقل

<sup>۸۷</sup> برای مطالعه بیشتر، نک:

Monzer Kahf, "The Use of Assets Ijara Bonds for Bridging the Budget Gap", *Islamic Economic Studies*, May 1997, Vol. 4, No. 2, p. 77.

<sup>۸۸</sup> برای مطالعه بیشتر، نک: حمید ابهری، «نقش سند رسمی در بیع املاک»، *مجله پژوهش‌های حقوقی*، ش ۱۴،

نیمسال دوم ۱۳۸۷.

گردیده و این انتقال در دفتر املاک به ثبت رسیده یا اینکه ملک مزبور از مالک رسمی ارثاً به او رسیده باشد را مالک خواهد شناخت.»

حکم ماده عام‌تر از مسأله انتقال و ناظر به مالکیت اینگونه املاک است، ولی بخشی از آن که مربوط به انتقال ملک است به خوبی دلالت دارد که انتقال باید در دفتر اسناد رسمی واقع شود. زیرا تنها از این راه است که می‌توان به ثبت بیع در دفتر املاک دست یافت. به بیان دیگر، ثبت در دفتر رسمی مقدمه امر واجبی است که به تابعیت از آن واجب است.<sup>۸۹</sup> این در حالی است که در یک بازار ثانویه اوراق بهادار بسیار دشوار و شاید محال باشد که بتوان کلیه نقل و انتقالات اوراق صکوک اجاره را که فی‌الواقع سند مالکیت مشاع دارایی پایه است، رسماً به ثبت رساند.

به منظور رفع مشکل، ارائه راه حل توسط قانون‌گذار مطلوب است، امری که در قانون توسعه ابزارها بدان پرداخته نشد. بنابراین در وضعیت فعلی و با رجوع به قواعد عمومی قراردادها، یک راه‌حل در فرآیند انتشار صکوک، این است که مال غیرمنقول را در دفتر اسناد رسمی به نام نهاد واسط ثبت نموده و با مبایعه‌نامه عادی آن را به خریداران صکوک واگذار کنیم. بدین ترتیب پذیره‌نویسی یا خرید اوراق صکوک به منزله امضای یک بیع‌نامه عادی برای تملک مشاع مال غیرمنقول تلقی می‌شود. هرچند از دیرباز اینگونه قولنامه‌ها تعهد به بیع دانسته شده‌اند و هدف از تنظیم آن این است که برای طرفین دینی به وجود آید که موضوع آن انشاء بیع است، لیکن در این مورد خاص، باید تشخیص طبیعت حقوقی سندی که طرفین تنظیم کرده‌اند را وابسته به قصد مشترک آنان دانست:<sup>۹۰</sup> اگر خواسته باشند که بیع با امضای آن سند واقع شود (که شواهد و ساختار صکوک اجاره مبین آن است)، دادگاه باید آن را سند بیع بشمارد.

البته این روش ممکن است مشکلاتی را به وجود آورد و ریسک دارندگان صکوک را افزایش می‌دهد. از آن جمله است امکان سوءاستفاده نهاد واسط از سند، امکان انتقال مال غیرمنقول توسط نهاد واسط و امکان تملک مال توسط طلبکاران نهاد واسط در صورت ورشکستگی آن. در این موارد هرچند می‌توان پیشاپیش راه‌حلهای حقوقی ارائه داد و یا در صورت بروز اختلاف با اثبات موضوع و طی مراحل قانونی، مال را به سرمایه‌گذاران مسترد نمود، لیکن این اقدامات منجر به حذف کامل ریسک نخواهند شد؛ چرا که راه‌حلهای حقوقی مانند فرمولهای ریاضی نیستند که قطعاً به نتیجه مشخص و دلخواه منتج شوند.

سایر کشورهای منتشرکننده صکوک نیز با این مشکلات مواجه هستند، خصوصاً این که در بسیاری موارد صکوک را در بازارهای بین‌المللی منتشر می‌کنند و اتفاقاً به شیوه مشابه متوسل شده‌اند. به عنوان مثال در عربستان سعودی امکان خرید مال غیرمنقول توسط خارجی‌ان وجود

<sup>۸۹</sup> ناصر کاتوزیان، حقوق مدنی، دوره عقود معین ۱، تهران، شرکت سهامی انتشار، چاپ نهم، ۱۳۸۴، ص ۲۵۶.

<sup>۹۰</sup> ناصر کاتوزیان، حقوق مدنی، قواعد عمومی قراردادها، ج ۱، تهران، شرکت سهامی انتشار، چاپ هفتم، ۱۳۸۵، ص ۳۸۲.

ندارد. بنابراین در صورتی که سرمایه‌گذاران خارجی از طریق صکوک، مالک مستقیم مال غیرمنقول شوند، مقررات کشور نقض شده‌اند. به همین دلیل همواره نهاد واسط در داخل عربستان به ثبت می‌رسد و سند مالکیت به نام آن شرکت است.<sup>۹۱</sup>

علاوه بر بحث انتقال اموال غیرمنقول، خطراتی در قراردادهای اجاره متوجه طرفین است که در صکوک اجاره نیز با همین خطرات مواجهیم. با این تفاوت که تعداد زیاد سرمایه‌گذاران (با توجه به عرضه عمومی اوراق) که بر مبنای مال مورد اجاره و با اعتماد به ناشر و سایر طرفهای درگیر اقدام به سرمایه‌گذاری در این اوراق نموده‌اند، ضرورت توجه به این امر را افزایش می‌دهد. بروز هرگونه مشکل تعداد زیادی از اشخاص حقیقی و حقوقی را درگیر می‌نماید که به صلاح بازار سرمایه نمی‌باشد.

از جمله این مشکلات از بین رفتن مورد اجاره به هر دلیل می‌باشد. این مشکل از طریق بیمه پوشش داده می‌شود لیکن در صورتی که موردی خارج از چارچوب عقد بیمه واقع شود، در اغلب کشورها در قراردادهای تنظیمی، مسؤلیت خطر بر عهده ناشر اوراق یا مستأجر ملک نهاده شده است. پس برخلاف رویه معمول در عقد اجاره، موجر که مالک مال است چنین خساراتی را متحمل نمی‌شود.

بین هزینه‌های لازم برای نگهداری عین و مخارج مربوط به انتفاع نیز تفاوت گذارده نشده و برخلاف ماده ۴۸۶ قانون مدنی، همه هزینه‌ها بر عهده نهاد واسط یا مستأجر است و البته این امور در تعیین مبلغ اجاره‌بها و یا کارمزد نهاد واسط بی‌تأثیر نخواهند بود.

نکته دیگر، ریسک عدم پرداخت اجاره‌بها توسط مستأجر است. راه حل این خطر نیز این است که این مبلغ توسط ضامن مستقل ضمانت شود.

بنابراین ملاحظه می‌شود که طراحی صکوک اجاره بسیار دشوار و همراه با ملاحظات بسیار است.

### نتیجه

مطالعه ماهیت عقود اسلامی نشان می‌دهد که می‌توان با استفاده از آنها، ابزارهای مالی متنوع و متناسب با اهداف و سلیقه مشتریان مسلمان طراحی کرد و بدین طریق سرمایه این اشخاص را جهت توسعه طرحهای زیربنایی دولتها و تأمین مالی شرکتها جذب نمود. قرارداد اجاره با قابلیت‌هایش و دو نوع اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک، به طراحان بازارهای مالی امکان طراحی ابزار مالی انتفاعی با سود معین یا قابل تعیین را می‌دهد و می‌تواند جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه باشد، در عین حال که آثار ربوی اوراق قرضه و ابعاد غیرشرعی آن را نخواهد داشت. با وجود این سابقه کم انتشار این ابزارها و عدم آزمایش آنها در بوته‌های مالی و

<sup>91</sup>. Monzer Kahf, "Sukuk: Principles, Structures and Performance", Tehran, Sharif University, *Training Course*, 2006.

نوسانات اقتصادی، معین نبودن دقیق دامنه مسئولیت ناشر، بانی و نهاد واسط، فقدان رویه قضایی تثبیت شده در رسیدگی به اختلافات احتمالی، تردیدهایی در موفقیت بلندمدت آنها ایجاد می‌کند و ریسک واقعی پیش روی سرمایه‌گذاران را غیرقابل تعیین می‌نماید. تعیین «شریعت اسلام» به عنوان قانون حاکم در صکوکهای بین‌المللی قطعاً بر مشکلات می‌افزاید و ممکن است با عدم پذیرش توسط دادگاهها مواجه شود. دادگاهی در انگلیس در پرونده یک بانک بحرینی در مقابل شرکتی دارویی<sup>۹۲</sup> در رأی صادره، با توجه به این که شریعت یک قانون مدون دولتی نیست، آن را به عنوان قانون قابل اعمال در قرارداد به رسمیت نشناخت و قانون انگلیس را جایگزین کرد؛ مثلهایی از این دست به ابهامات این ابزار مالی می‌افزاید.

در ایران تصویب قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، راه را برای انتشار اوراق صکوک هموار ساخته است، لیکن عدم پیش‌بینی ساختار دقیق این ورقه بهادار، مسئولیتهای ارکان و جزئیات قراردادهای فیما بین، وظایف حقوقدانان را به منظور حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با تدوین مقررات دقیق و تنظیم قراردادهای کامل با حمایت حداکثری از عامه مردم به عنوان دارندگان اوراق صکوک افزایش می‌دهد.

### فهرست منابع

- ابهری، حمید، «نقش سند رسمی در بیع املاک»، *مجله پژوهشهای حقوقی*، نیمسال دوم ۱۳۸۷، شماره ۱۴.
- ابوالحسنی، اصغر و رفیع حسنی مقدم، «بررسی انواع ریسک و روشهای مدیریت آن در نظام بانکداری بدون ربای ایران»، *مجله اقتصاد اسلامی*، تابستان ۱۳۸۷، شماره ۳۰.
- افوام البستانی، فواد، *فرهنگ عربی به فارسی ترجمه منجدالطلاب*، ترجمه محمد بندر ریگی، تهران، انتشارات اسلامی، چاپ چهاردهم، ۱۳۷۵.
- البستانی، المعلم بطرس، *قاموس عامل لكل فن و مطلب*، ج ۱۰، بیروت، دارالمعرفه، ۱۳۷۵.
- پهلوان، حمید و سیدروح‌الله رضوی، «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، تهران، مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، اردیبهشت ۱۳۸۶، قابل دسترسی در سایت به نشانی: [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)
- تسخیری، محمدعلی، «مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، *مجله اقتصاد اسلامی*، پاییز ۱۳۸۶، شماره ۲۷.
- تفرشی، محمدعلی و سیدحسن وحدتی شبیری، «ماهیت حقوقی، احکام و آثار قرارداد اجاره به شرط تملیک»، *نشریه دانشور*، ۱۳۸۰، شماره ۳۶.
- خان، طریق الله و حبیب احمد، *مدیریت ریسک و بررسی عوامل بروز آن در صنعت خدمات مالی اسلامی*، ترجمه محمد مهدی موسوی بیوکی، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق، چاپ اول، ۱۳۸۷.
- سروش، ابوذر و محسن صادقی، «ریسکهای اوراق اجاره (صکوک اجاره) و روشهای پوشش آن»، *مجله اقتصاد اسلامی*، بهار ۱۳۸۶، شماره ۲۵.
- سعیدی، علی و ابوذر سروش، «ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق صکوک اجاره در ایران»، *مجله اقتصاد اسلامی*، بهار ۱۳۸۸، شماره ۳۳.
- سوادکوهی، سام، *هیأت دآوری بازار اوراق بهادار*، تهران، شرکت اطلاع‌رسانی بورس تهران، چاپ دوم، ۱۳۸۸.

<sup>92</sup> Shamil Bank of Bahrain EC v. Beximco Pharmaceuticals Ltd

- سویلیم، سامی ابراهیم، پوشش ریسک در مالی اسلامی، ترجمه محمد علیزاده اصل، محمد مهدی عسگری و مهدی حاجی رستم لو، تهران، دانشگاه امام صادق، چاپ اول، ۱۳۸۶.
- صالح‌آبادی، علی، بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق، چاپ اول، ۱۳۸۵.
- صالح‌آبادی، علی، «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه»، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق، بهار ۱۳۸۴، شماره ۲۵.
- عباسی، ابراهیم و علی آدوسی، بازارها و نهادهای مالی، تهران، دانشگاه الزهراء، چاپ اول، ۱۳۸۸.
- فراهانی فرد، سعید، «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، مجله اقتصاد اسلامی، بهار ۱۳۸۸، شماره ۳۳.
- قحف، منذر، سندات الاجاره و الاعیان الموجهه، ریاض، المعهد الاسلامی للبحوث و التدیس للبنک الاسلامی للتنمیه، الاولى، ۱۴۱۵ق.
- کاتوزیان، ناصر، حقوق مدنی، دوره عقود معین ۱، تهران، شرکت سهامی انتشار، چاپ نهم، ۱۳۸۴.
- کاتوزیان، ناصر، حقوق مدنی، قواعد عمومی قراردادها، ج ۱، تهران، شرکت سهامی انتشار، چاپ هفتم، ۱۳۸۵.
- کمیسون اوراق بهادار مالزی، مصوبات شورای مشورتی شرعی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، ترجمه مهدی نجفی و سید سعید شمسی نژاد، تهران، انتشارات دانشگاه امام صادق، چاپ اول، ۱۳۸۵.
- مبلغی، احمد، «اوراق اجاره»، فصلنامه تخصصی فقه و حقوق، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، پاییز ۱۳۸۳، شماره ۲.
- موسویان، سید عباس و سعید فراهانی فرد، «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، مجله اقتصاد اسلامی، زمستان ۱۳۸۵، شماره ۲۴.
- موسویان، سید عباس، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران، سازمان انتشارات، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول، ۱۳۸۶.
- موسویان، سید عباس، «الگوی جدید بانکداری بدون ربا»، مجله اقتصاد اسلامی، پاییز ۱۳۸۵، شماره ۲۳.
- موسویان، سید عباس، «صکوک مزارعه و مساقات؛ ابزار مالی مناسب برای توسعه بخش کشاورزی ایران»، مجله اقتصاد اسلامی، تابستان ۱۳۸۶، شماره ۲۶.
- موسویان، سید عباس، «نظریه‌های ربا و بهره»، مجله اقتصاد اسلامی، پاییز ۱۳۸۶، شماره ۲۷.
- میرزایی منفرد، غلامعلی، سازوکارهای حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه ایران با مطالعه تطبیقی، تهران، شرکت اطلاع‌رسانی بورس، چاپ اول، ۱۳۸۷.
- نظریور، محمدنقی، «اوراق بهادار استصناع ابزاری برای سیاست پولی»، مجله اقتصاد اسلامی، زمستان ۱۳۸۴، شماره ۲۰.
- نظریور، محمدنقی، «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع: مشکلات و راه حلها»، مجله اقتصاد اسلامی، تابستان ۱۳۸۵، شماره ۲۲.

AAOIFI, "Shari'a Standard No.17: Investment Sukuk", 2002, available at [www.aoofi.com](http://www.aoofi.com)

Adam, Nathif J. & Thomas, Abdul kader, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, London, Euromoney Books, 2005.

Ajman Bank, *Tabreed Preliminary Prospectus*, Ajman, Ajman Bank, 2006.

Ayub, Muhammad, *Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions*, Karachi, National Institute of Banking and Finance, 2006.

Ayub, Muhammad, *Understanding Islamic Finance*, West Sussex, John Wiley & Sons, 2007.

Cakir, Selim & Raei, Faezeh, *Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?*, International Monetary Fund, October 2007.

- Chapra, Umer, *The Case Against Riba: Is it Compelling?*, Islamic Banking and Finance, Jeddah, Islamic Development Bank, First edition, 2007.
- El-Diwayny, Tarek, *The Problem with Interest*, London, Ta-Ha Publishers, second edition, 2003.
- El-Gamal, Mahmoud A., *Islamic Finance :Law economics and Practice*, New York, Cambridge University Press, 1<sup>st</sup> edition, 2006.
- Haneef, Rafe, *Islamic Fixed Income Securities (Sukuk)*, Tehran, International Seminar of Islamic Financial Instrument, 2009.
- Hm Treasury, FSA, "Consultation on the Legislative Framework for the Regulation of Alternative Finance Investment Bonds (Sukuk)", 2008, available at [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk).
- Kahf, Monzer & Khan, Tariqullah, "Principle of Islamic Financing: A Survey", Islamic Research and Training Institute (IDB), 1988, available at <http://monzer.kahf.com>.
- Kahf, Monzer, "Innovation and Risk Management in Islamic Finance: Shari'ah Consideration", *Paper prepared for the seventh Harvard International Forum on Islamic Finance*, 2006, available at <http://monzer.kahf.com>.
- Kahf, Monzer, "Use of Usufruct Bonds in Financing Public Utilities", 1997, available at <http://monzer.kahf.com>.
- Kahf, Monzer, *Sukuk: Principles, Structures and Performance*, Tehran, Sharif University, Training Course, 2006.
- Kahf, Monzer, "The Use of Assets Ijara Bonds for Bridging the Budget Gap", *Islamic Economic Studies*, May 1997, Vol. 4, No.2.
- Khan, Tariqullah & Ahmed, Habib, *Risk Management*, Jeddah, Islamic Development Bank, 2001.
- Nejatullah Siddiqi, Mohammad, *Riba, Bank Interest and the Rationale of its Prohibition*, Jeddah, Islamic Development Bank, 2004.
- Sukor, Mohd.Edil Abd & Muhamad, Rusna & Gunawa, Alwin Yogaswara, "Malaysian Sukuk" Issues in Accounting Standard", *Shariah Journal*, vol. 16, No.1, 2008.
- Syed Ali, Salman, *Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges*, Jeddah, Islamic Research and Training Institute, 2005.
- Tariq, Ali Arsalan, *Managing Financial Risks of SUKUK Structures*, Loughborough University, September 2004, available at <http://scholar.google.com>.
- Wilson, Rodney, "Overview of Sukuk Market", available at [www.euromoneybooks.com](http://www.euromoneybooks.com).  
[www.aaofi.com](http://www.aaofi.com)  
[www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)

JOURNAL OF

# LEGAL RESEARCH

VOL. IX, No. 1

2010-1

## Articles

Claim Description in the Law and Judicial Practice • Fundamental Principles of UNCITRAL Electronic Communications Convention • Social Security Components in Criminal Laws • Recognition in International Law: Legal Effects of Recognition of Kosovo, South Ossetia and Abkhazia • Principles of Conflict of Evidences • The Effects of the International Criminal Law in the Middle-East; from the Saddam's Trial to the Hariri's Accused Prosecution

## Special Issue: The Stock Exchange (Some Considerations on the Law of Iran and other Countries)

Fundamentals of Obligation for Providing Information to Stock Exchange • Comparative Study of Prohibitions of Insider in Securities Dealing in E.U., English, French and Iranian Laws • Some Considerations on the Offense of Insider Trading • Combating the Securities Fraud in the Stock Exchange (The Case of the U.S.) • Some Considerations on Judgments about the Insider Trading in the Stock Exchange • The Stock Broker Liability and the Process of Bringing the Case before the Proper Forum • The Liability of Brokers for the Unauthorized Transaction of Securities in the Approach of Arbitration Board • Sukuk's Rule in Financing the Projects and its Rules and Regulations • Arbitration of Disputes in Commercial Paper Market • The Nature and the Jurisdictions of the Board of Arbitration of the Stock Exchange • The Rules Governing the Formation of Public Joint-Stock Companies in light of the Securities Market Act • Legal Consequences of Iran's Accession to WTO on Securities Service • Cross-Border Stock Exchange Mergers: an Illusion or a Reality?

## Critique and Presentation

Some Considerations on the "ICJ's Kosovo Advisory Opinion" • Considerations on the Concept of the 'Aggression' in the Review Conference of the Statute of International Criminal Court • Some Critics on the Modern Law of Compulsory Insurance of the Owners of Vehicles 2008 • The Non-Traditional Trademarks • Resolution 1929 of the Security Council: The Challenges of the Power and the Right in a Divided World • The 6th Round of the Moot Court Simulation of the International Criminal Court's Session (2010 Summer and Autumn)

ISSN: 1682-9220



S. D. I. L.

The S.D. Institute of Law

Research & Study