

## تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی بر مبنای الگوی تسهیم ریسک از طریق انتشار صکوک استصناع توسط دولت

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۲/۳۱

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۸/۱۸

محمد مهدی عسکری \*

مجید کریمی ریزی \*\*

علی مصطفوی ثانی \*\*\*

### چکیده

از اساسی‌ترین نیازهای کشورهای در حال توسعه زیرساخت‌های اقتصادی آن است که بستر ساز رشد و توسعه در سایر بخش‌های اقتصاد است و عدم پاسخگویی صحیح به نیاز تأمین مالی در این بخش، توسعه اقتصادی را با مشکلات و چالش‌های اساسی مواجه می‌سازد. کشورهای در حال توسعه در تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی خود با مشکل مواجه‌اند و طراحی راه‌حل بهینه در تأمین مالی این نوع از پروژه‌ها نیاز اساسی این کشورها است. این نوع از پروژه‌ها دو مشخصه اصلی دارند که در روش تأمین مالی باید بدان توجه کرد. اولین مشخصه بلندمدت بودن و دومین مشخصه هزینه هنگفت اجرای این پروژه‌ها است. استفاده از نوآوری‌های مالی اسلامی که مبتنی بر عقود اسلامی است می‌تواند پاسخگوی بسیاری از این نیازها باشد. به صورت کلی دو روش برای تأمین مالی مطرح می‌گردد: تأمین مالی مبتنی بر بدهی و تأمین مالی مبتنی بر مالکیت. دولت‌ها در کشورهای در حال توسعه تا به حال ترجیح داده‌اند که از طریق اول، یعنی مبتنی بر بدهی تأمین مالی کنند؛ غافل از آنکه این نوع تأمین مالی و انتخاب این روش مشکلات بسیاری برای اقتصاد به بار خواهد آورد. صکوک استصناع از اوراق بهادار اسلامی است که قابلیت استفاده در این نوع از تأمین مالی را دارا می‌باشد و با قابلیت ترکیب شدن با سایر عقود از جمله اجاره و مشارکت تأمین مالی بهینه‌ای را برای این نوع از پروژه‌ها به بار خواهد آورد. توجه به ملاحظات اقتصاد کلان در طراحی مدل‌های تأمین مالی، علی‌رغم تأثیرگذاری فراوان در تمامی عرصه‌ها، مغفول مانده است. توجه به مسائل مربوط به بحران‌های مالی و ثبات اقتصادی، ایجاد اهرم در اقتصاد، کسری بودجه دولت، تورم و توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی از جمله مسائلی است که ساختارها و مدل‌های تأمین مالی بر آنها تأثیر گذارند، لذا در این مقاله با بیان ملاحظات مدل‌های مختلف ارائه شده نیز بررسی می‌گردد و نشان خواهیم داد که با تطبیق جریانات مالی پروژه‌های دولتی با اقتصاد واقعی به خصوص در حوزه‌های زیرساختی می‌توان از آسیب‌های وارد بر اقتصاد کلان دور ماند. این مهم در مدل «استصناع- مشارکت- سهام» بیشترین تطبیق را دارد.

### واژگان کلیدی

صکوک استصناع، تأمین مالی مبتنی بر مالکیت، تسهیم ریسک، پروژه‌های زیرساختی

طبقه‌بندی JEL: P45

m.askari@isu.ac.ir

\* دانشیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق(ع)

karimirizi@isu.ac.ir

\*\* دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول)

mostafavisani@isu.ac.ir

\*\*\* دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشگاه امام صادق(ع)

## مقدمه

از اساسی‌ترین نیازهای کشورهای در حال توسعه زیرساخت‌های اقتصادی آن است که بسترساز رشد و توسعه در سایر بخش‌های اقتصاد است و عدم پاسخگویی صحیح به نیاز تأمین مالی در این بخش توسعه اقتصادی را با مشکلات و چالش‌های اساسی مواجه می‌سازد. کشورهای در حال توسعه در تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی خود با مشکل مواجه‌اند و طراحی راه حل بهینه در تأمین مالی این نوع از پروژه‌ها نیاز اساسی این کشورها است. این نوع از پروژه‌ها دو مشخصه اصلی دارند که در روش تأمین مالی باید بدان توجه کرد. اولین مشخصه بلندمدت بودن و دومین مشخصه هزینه هنگفت اجرای این پروژه‌ها است.

به صورت کلی دو روش برای تأمین مالی مطرح می‌گردد:

۱. تأمین مالی مبتنی بر بدهی؛
۲. تأمین مالی مبتنی بر مالکیت.

رویکرد غالب در تأمین مالی پروژه‌ها مبتنی بر روش اول بوده است، غافل از آنکه این نوع تأمین مالی و انتخاب این روش مشکلات بسیاری برای اقتصاد به بار خواهد آورد.

### ۱. مشکلات تأمین مالی مبتنی بر بدهی

امروزه مهم‌ترین مشکلی که اقتصاد جهانی با آن مواجه است افزایش افسار گسیخته بدهی است که دولت‌ها نیز به این نابسامانی‌ها دامن زده و آن را تشدید کرده است. مهم‌تر از آن ریسک بازپرداخت این بدهی‌ها توسط دولت‌ها است. ریسک بازپرداخت بدهی توسط دولت‌ها نه تنها اثر مخربی روی اقتصاد می‌گذارد و اقتصاد را با رکود مواجه می‌کند بلکه می‌تواند منجر به ایجاد یک ریسک سیستمی گردد و از طریق سرایت<sup>۳</sup> بخش‌های دیگر اقتصاد را نیز با مشکل مواجه سازد. با توجه به شرایط نامطلوب غالب در رشد اقتصادی جهان، توانایی بازپرداخت بدهی‌ها مشکوک است. با توجه به این نکته که حدود ۷۵ درصد از محصولات مالی مبتنی بر بدهی می‌باشند باید فکر اساسی نسبت به اصلاحات در تأمین مالی پروژه‌ها کرد (Mirakhor, 2011, p.15).

معمولاً دولت‌ها با کسری بودجه مواجه می‌شوند و از تسویه بدهی‌های خود ناتوان می‌شوند. در این شرایط دولت‌ها با دو انتخاب مواجه هستند:

۱. قرض گرفتن با استفاده از ابزارهای بدهی؛

۲. چاپ پول و افزایش پایه پولی.

اولین انتخاب همان‌گونه که پیش‌تر نیز توضیح دادیم اثرات مخربی بر اقتصاد خواهد گذاشت و عمده دلیل بحران‌های مالی نیز از همین مسأله ناشی می‌شود. دومین انتخاب نیز مسائل عدیده را با خود به همراه خواهد داشت، تورم ناشی از چاپ پول در اقتصاد سرمایه‌گذاران در دارایی‌های با نرخ از پیش تعیین شده را متضرر خواهد ساخت و این خود باعث دور شدن از نقطه تعادل در اقتصاد می‌گردد. این تنها یکی از اثرات مخرب این پدیده خواهد بود که به صورت مختصر اشاره شد که از بررسی سایر وجوه منفی در این مقاله خودداری می‌شود. بنابراین به نظر می‌رسد که تأمین مالی مبتنی بر مالکیت از آن جهت که از خلق اعتبارات بی‌پشتوانه جلوگیری می‌کند ترجیح دارد و برای تمامی ذینفعان جامعه گزینه مناسب‌تری است. در این شرایط بی‌تعادلی‌ها در اقتصاد وجود نخواهد داشت و چون مبتنی بر بخش واقعی اقتصاد و کالاهای ملموس پیش می‌رود بحران در سیستم مالی و اثر سرایت را نخواهیم داشت و اصطلاحاً بخش اعتباری نسبت به بخش واقعی اقتصاد ضد چرخه خواهد بود. بنابراین در تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی که توسط دولت صورت می‌پذیرد به دنبال گزینه‌ای هستیم که تا از مضرات تأمین مالی و بی‌ثباتی‌ها در اقتصاد در امان باشیم، لذا این مقاله بر تأمین مالی مبتنی بر مالکیت متمرکز می‌شود و بر قابلیت مالی اسلامی تکیه می‌کند، تا به بهترین نحو به این نیاز تأمین مالی پاسخگو باشد.

## ۲. تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی در ایران

پروژه‌های زیرساختی بسیاری در کشور وجود دارد و در حال حاضر دولت از تأمین مالی این پروژه‌ها در مانده است. پس از پیروزی انقلاب اسلامی ایران، دولت، استفاده از ابزار و محصولات مبتنی بر بهره (ربا) را بنا به قانون عملیات بانکی بدون ربا ممنوع نمود؛ لذا اوراق مشارکت به عنوان یک جایگزین برای اوراق قرضه معرفی و مدلسازی

شد، اوراق مشارکت اوراقی مبتنی بر مالکیت است، اما متأسفانه آنچه در عمل در این ابزار شاهد بوده‌ایم استفاده از مکانیسم سود دوره‌ای (سود علی‌الحساب) ماهیتاً شباهت زیادی به اوراق قرضه متعارف پیدا کرد. این اوراق توسط دولت برای پروژه‌های زیرساختی به کار گرفته شد و البته با توجه به تغییر ماهیت، در عمل از ذات خود که مبتنی بر تقسیم سود و زیان بود فاصله گرفت، لذا در این تحقیق به دنبال این هستیم تا مبتنی بر تأمین مالی مالکیتی و استفاده از ظرفیت مالی اسلامی بهترین پاسخ را برای تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی توسط دولت معرفی نماییم.

### ۳. پروژه‌های زیرساختی

پروژه‌های زیرساختی در ایران معمولاً سه ویژگی دارند:

۱. معمولاً در انحصار دولت هستند و نیاز به منابع وسیع و گسترده برای کامل شدن دارند.
۲. بعد از مرحله ساخت، این پروژه‌ها برای مدت‌زمان نسبتاً طولانی درآمدزایی دارند.
۳. اهرم عملیاتی<sup>۵</sup> بالایی دارند؛ به این معنا که هزینه ثابت سهم عمده‌های از هزینه‌های مربوط به پروژه را شکل می‌دهد.

براساس اصول مالی<sup>۶</sup>، پروژه‌هایی با این ویژگی‌ها که با استفاده از ابزار بدهی و یا اهرم مالی تأمین مالی گردد قابل توجیه نیست.

بهترین روش، تأمین مالی از طریق سهام یا ابزار شبه سهام می‌باشد، در فقدان چنین ابزاری است که دولت‌ها به سمت تأمین مالی مبتنی بر بدهی گرایش پیدا می‌کنند.

بدیهی است که در یک سیستم مالی مبتنی بر تعهد پرداخت<sup>۷</sup>، بانی<sup>۸</sup> مجبور است قسمتی از سود را در دوره‌های مشخص، از شروع مرحله ساخت پروژه که هنوز هیچ جریان مالی خروجی از پروژه ایجاد نشده است، پردازد؛ البته در کل باید توجه داشت که معمولاً انتظارات سرمایه‌گذار، بیشتر از سود پرداختی به او خواهد بود.

بر این اساس در پی آن هستیم تا مدل بهینه از تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی توسط دولت را شرح دهیم، لذا در ادامه تحقیق، پس از بیان پیشینه تحقیق، تجربیات

مختلف داخلی و خارجی در انتشار صکوک استصناع، به بیان ویژگی‌های مدل مطلوب خواهیم پرداخت. برای انتخاب مدل مطلوب با استفاده از رویکرد تطبیقی به بیان مزایا و معایب سناریوهای مختلف ترسیمی خواهیم پرداخت. مشخصه کلیدی مدل ما برای هر یک از سناریوها بر اساس انتشار صکوک استصناع است. همان‌گونه که پیش‌تر اشاره شد با ابزارهای با پرداخت ثابت<sup>۹</sup> دولت‌ها مجبورند میزان زیادی پول از آغاز پروژه و در دوره ساخت به سرمایه‌گذاران بپردازند. در حالی که پروژه هنوز هیچ عایدی ایجاد نکرده است. صکوک استصناع بدون پرداخت کوپن و یا هر پرداخت دوره‌های بهترین روش در تأمین مالی است که بانی را از این پرداخت‌ها و تعهدات هزینه‌بر دور نگه می‌دارد.

#### ۴. پیشینه تحقیق

مقالات متنوعی در حوزه استفاده از صکوک به خصوص صکوک استصناع انتشار یافته است. از جمله:

حسینی‌زاده مظلومی (۱۳۸۹)، در پایان‌نامه خود با عنوان «بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن» به بررسی نقش صکوک استصناع در احداث مسکن و معرفی مدل‌های عملیاتی برای انتشار اوراق استصناع پرداخته است.

فدایی و صفایی (۱۳۹۰)، در مقاله‌ای با عنوان «صکوک ترکیبی استصناع<sup>۱۰</sup> اجاره به شرط تملیک ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های شهرداری‌ها» به بررسی استفاده از ابزارهای تأمین مالی مناسب برای پروژه‌های شهرداری پرداخته است و به ارائه ایده‌ای نو در زمینه طراحی صکوک ترکیبی استصناع-اجاره به شرط تملیک اشاره کرده است.

صالح‌آبادی و سعدآبادی (۱۳۹۱)، در مقاله‌ای با عنوان «سازوکار عملیاتی مدل تأمین مالی پروژه‌های پیمانکاری توسط اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع)» به بررسی و مطالعه ابزارهای مالی جدید، به خصوص ابزارهای مالی اسلامی پرداخته و در نهایت فرآیند انتشار و رویه اجرایی اوراق سفارش ساخت طی یک مدل عملیاتی را ارائه داده است.

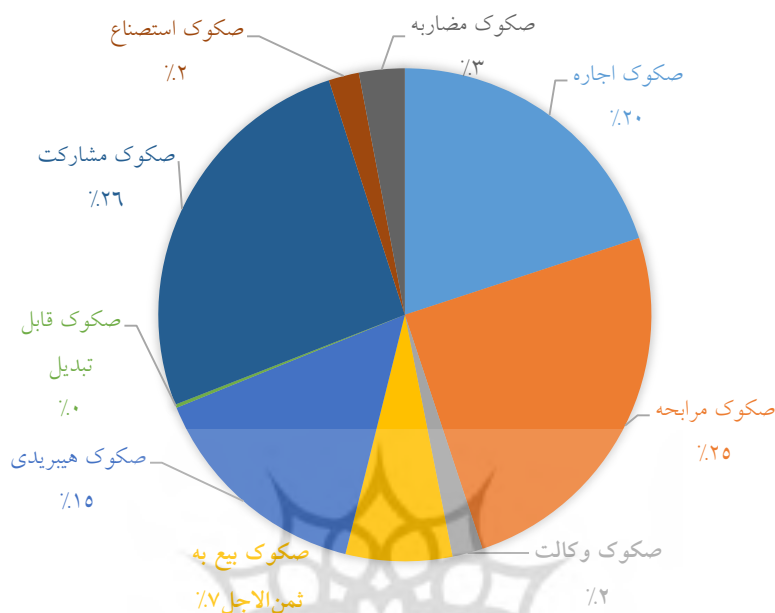
خوشنود (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای با عنوان «استفاده از صکوک استصناع قابل تبدیل به سهم جهت تأمین مالی اپراتور چهارم به بررسی روش تأمین مالی جدیدی پرداخته است که براساس آن، با استفاده از صکوک استصناع قابل تبدیل به سهام عادی، پس از بهره‌برداری، این صکوک قابلیت تبدیل به سهام این شرکت را دارد. این روش تأمین مالی باعث می‌شود که ناشر از مزایای تأمین مالی پروژه‌ای و سرمایه‌گذار از منافع دائمی اجرای پروژه اپراتور چهارم منتفع گردد.

موسویان و حدادی (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای با عنوان «تأمین مالی پروژه محور به وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت» به بررسی تأمین مالی پروژه‌ها بر مبنای دارایی‌های پروژه به عنوان پشتوانه تأمین مالی، می‌پردازد. نتیجه این تحقیق در برگیرنده مدلی از تأمین مالی پروژه محور به وسیله صکوک استصناع است که با اعمال تغییرهایی در مدل‌های عمومی صکوک استصناع، در جهت هم‌خوانی با محدودیت‌های پروژه‌های بخش نفت حاصل شده است.

##### ۵. وضعیت انتشار صکوک استصناع در جهان

با توجه به پیچیدگی فرایند تأمین مالی به وسیله انتشار صکوک استصناع، حجم تأمین مالی از این راه در مقایسه با دیگر ابزارهای تأمین مالی اسلامی چندان قابل توجه نیست، به طوری که میزان انتشار صکوک استصناع از سال ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۵ با عنایت به نمودار (۱) در حدود دو درصد کل انواع صکوک بوده است؛ حال آنکه اوراق مرابحه، مشارکت و اجاره بیشترین سهم را دارند. در ایران گرچه دستورالعمل‌ها و مقررات لازم برای انتشار اوراق سفارش ساخت (استصناع) پس از تأیید کمیته فقهی سازمان بورس ابلاغ گردیده است، اما تنها یک مورد انتشار این اوراق در سال ۱۳۹۴ به رقم ۱۶ هزار میلیارد ریال انجام گرفته است.

نخستین صکوک استصناع (مورد پذیرش تالارهای بورس جهانی) را شرکت سرمایه‌گذاری مسکن قطر<sup>۱۰</sup> در سال ۲۰۰۶ منتشر کرد که در بورس لوکزامبورگ پذیرش شد.



نمودار (۱): میزان صکوک منتشر شده در کشورهای ناشر به تفکیک نوع صکوک (ژوئن ۲۰۰۱ الی مارس ۲۰۱۵)  
منبع: IIFM Sukuk Database

### ۶. تعریف صکوک استصناع

صکوک جمع صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه داده، در انواع اسنادی که از آن اقرار و تعهدی ایفاد گردد به کار می‌برند (پارساپور والائی، ۱۳۹۳، ص ۳۳۰). استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی 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». دستورالعمل اجرایی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک استصناع را این‌گونه تعریف می‌کند: «اوراق بهادار با نام

یا بی نام قابل نقل و انتقالی است که دارنده آن مالک مشاع دارایی پایه قرارداد استصناع می‌باشد» (بند ج ماده ۱ دستورالعمل ۲۰۰۸، AAOIFI).

صکوک استصناع، گواهینامه‌ای با ارزش مساوی است که به منظور تأمین منابع مالی برای تولید کالا توسط ناشر، منتشر می‌گردد. منابع جمع‌آوری شده از پذیره‌نویسی هزینه تولیدات است و کالای مورد نظر در تملک ناشر گواهی‌ها، تولیدکننده (فروشنده/ عرضه‌کننده) و پذیره‌نویس خواهد بود. دارندگان گواهی مالک تولید می‌شوند و آنها حق فروش دارایی را در یک استصناع موازی دارند. صکوک استصناع برای تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی بزرگ بسیار مناسب است (Hacioglu & Dincer, 2013, p.233).

استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین (سازنده) در مقابل مبلغی معین، متعهد به تولید، تبدیل و تحویل کالا یا اجرای طرح با مشخصات مورد تقاضا و تحویل آن در دوره زمانی معین به طرف دیگر (سفارش‌دهنده) می‌گردد. استصناع عبارت است از توافق سفارش‌دهنده با صنعتگر برای ساختن کالایی معین، مانند میز و لباس (هاشمی‌شاه‌رودی، ۱۳۸۸، ص ۴۲۷). استصناع عبارت از طلب عمل بود و در شرع عبارت از بیع چیزی است که صانع سازد چنانکه به طور مثال برای در و پنجره نجاری سفارش دهند (سجادی، ۱۳۷۳، ص ۱۷۱).

صکوک استصناع تنها در سررسید قابل نقدشوندگی دارد، اما پیش از سررسید فقط امکان خرید و فروش آن وجود دارد. معمولاً در محصولات مالی اسلامی خریداران صکوک اگر قیمت بازاری محصولات کاهش یابد دچار ریسک کاهش ارزش اوراق می‌شوند. این مسأله در مورد پروژه‌های زیرساختی طولانی مدت غیرمحمول است (Spoors, 2014, p.135). ساختار صکوک استصناع به صورت گسترده مورد استفاده قرار نگرفته است. اگرچه، در نگاه اول، این صکوک یک ساختار ایده‌آل برای تأمین مالی مناطق کمتر توسعه یافته است، اما بعضی مشکلات ساختاری، موانعی سر راه به نتیجه رسیدن آن ایجاد می‌کند و در نتیجه، صکوک استصناع به عنوان روش تأمین مالی جایگزین در پروژه‌های با منابع تأمین مالی متعدد، مورد توجه واقع نشد. علاوه بر این، رویکردهای متفاوت در توسعه خاتمه قرارداد استصناع و اجاره، ساختارهای تأمین مالی بسیار منعطفی را موجب شده است. کمیته فقهی سازمان بورس اوراق بهادار نیز در سال



۱۳۸۷ اعلام داشت که اولاً استصناع قراردادی مشروع و مجاز است؛ ثانیاً می‌تواند در قالب قراردادهای بیع سلف، بیع مستقل، عقد مستقل، صلح، اجاره و جعاله مطرح گردد. این کمیته، همچنین در جلسات متعدد به تبیین و تعریف مدل‌های مختلف این نوع اوراق از جمله استصناع مستقیم، استصناع غیرمستقیم، اوراق استصناع (با فرض وحدت بانی و سازنده) و همچنین تبیین صورت‌های مختلف واگذاری پروژه بعد از احداث از جمله: سفارش ساخت و فروش نقد دارایی، سفارش ساخت و فروش اقساطی دارایی، سفارش ساخت و اجاره به شرط تملیک دارایی و سفارش ساخت قابل تبدیل به سهام پرداخته است (صورتجلسات کمیته فقهی سازمان بورس، ۱۳۹۲، ص ۸۷، ۹۱، ۹۲ و ۱۱۲).

در متون پیشرفته مالی اسلامی، استصناع به عنوان ابزار پیشرفته در جمع‌آوری منابع مالی اسلامی برای فاز ساخت پروژه‌ها مطرح است که معمولاً شبیه قراردادهای «طرح ساخت»<sup>۱۱</sup> با قیمت ثابت است. برای اینکه سرمایه‌گذاران در صکوک استصناع در طول دوره ساخت نیز، بازدهی دریافت کنند، بعضی از رویکردهای فقهی اجازه استفاده از موافقت پیش اجاره که تحت عنوان اجاره موصوف فی الذمه<sup>۱۲</sup> نیز شناخته می‌شود در کنار قرارداد استصناع استفاده می‌شود (Clifford, 2009, p.40). همچنین کمیته فقهی سازمان بورس نیز در ذیل شرایط تصویب اوراق استصناع، اجازه استفاده از موافقت پیش اجاره در ضمن قرارداد استصناع را داده است (صورتجلسات کمیته فقهی سازمان بورس، ۱۳۹۲، ۸۷، ۹۱ و ۹۲).

## ۷. انواع صکوک استصناع

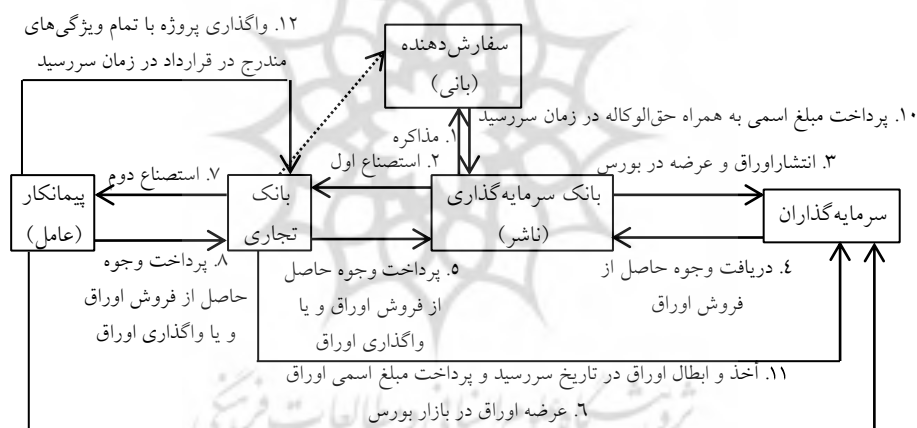
مدل‌ها و الگوهای متفاوتی برای به کار بردن عقد استصناع در چارچوب صکوک وجود دارد. این مقاله به بررسی اجمالی ۴ الگوی کاربردی صکوک استصناع خواهد پرداخت.

### ۷-۱. صکوک استصناع مبتنی بر خرید دین (استصناع موازی)

در این روش بانی (مانند یک وزارتخانه یا شهرداری یا شرکت دولتی یا خصوصی) با انتخاب مؤسسه واسط، تأمین مالی و اجرای پروژه را از طریق قرارداد استصناع به آن می‌سپارد و به جای قیمت پروژه، اوراق بهادار استصناع با سررسیدهای معین می‌پردازد.

واسط طبق قرارداد استصناع دومی، ساخت پروژه‌های موردنظر را به پیمانکار مربوطه سفارش می‌دهد و در مقابل متعهد می‌شود قیمت پروژه را طبق زمان‌بندی مشخص به وی بپردازد. سپس واسط، اوراق بهادار استصناع که حکایت از بدهی بانی می‌کند را از طریق یک بانک یا شرکت تأمین سرمایه به مردم می‌فروشد و بدهی خود به پیمانکار را می‌پردازد (موسویان و بازوکار، ۱۳۹۲، ص ۲۱۱).

در این نوع استصناع، معمولاً مبلغ قرارداد استصناع دوم از استصناع اول کمتر است و از این جهت که خود محرک و مشوقی برای بانک‌های تجاری برای قبول واسطه‌گری در این صکوک است و به دلیل اینکه هدف بانک تجاری که کسب سود مناسب از این استصناع غیرمستقیم است این امر لازم و ضروری می‌نماید. فرآیند عملیاتی انتشار صکوک استصناع غیرمستقیم در بورس اوراق بهادار در نمودار (۲) نشان داده شده است.



نمودار (۲): فرآیند انتشار صکوک استصناع غیرمستقیم

منبع: نظرپور و خزائی، ۱۳۸۹، ص ۹

این اوراق زمانی قابلیت به کارگیری در اعمال سیاست‌های اقتصادی را خواهند داشت که امکان خرید و فروش آنها در بورس اوراق بهادار وجود داشته باشد و فروش دست دوم این اوراق در صورتی جایز است که اساس اصلی بیع دین را جایز دانسته و علاوه بر آن بیع دین به کمتر از مبلغ اسمی به شخص ثالث را در چارچوب تنزیل این اوراق نیز مجاز بدانیم، زیرا در بازارهای اولی و ثانویه صکوک استصناع عادی قبل از سررسید به قیمت کمتری خرید و فروش می‌شود و تنها در این صورت است که انگیزه

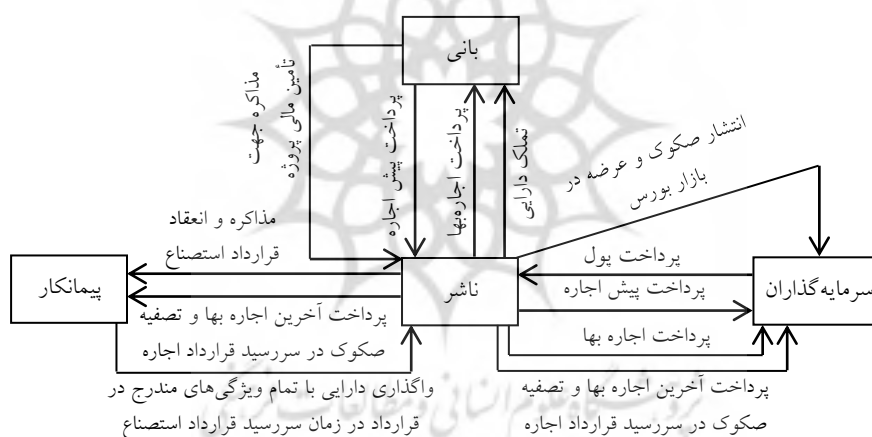
مناسب برای خریداران اوراق ایجاد خواهد شد؛ در غیر این صورت لازم است اوراق منتشره فقط توسط ناشر آن خریداری شود. با توجه به جواز بیع دین از دیدگاه اکثر فقهای امامیه، این اوراق قابلیت خرید و فروش در بازارهای ثانویه را دارا هستند. دارندگان این اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و مبلغ اسمی اوراق را دریافت کنند و در صورتی که به هر دلیل نیاز به پول نقد پیدا کنند، می‌توانند اوراق خود را در بورس اوراق بهادار یا سایر بازارهای ثانویه به تناسب مدت باقیمانده تا سررسید با تنزیل، عرضه نمایند (بفروشند). بنابراین تا قبل از تصمیم‌دارندگان اوراق برای ورود به بورس اوراق بهادار و تبدیل اوراق به پول نقد، این اوراق همانند سایر اسناد بدهی نظیر سفته مدت‌دار، سند بدهکاری ناشر به دارندگان این اوراق است. در صورتی که بازار ثانویه فعالی برای این اوراق به وجود آید، این اوراق از قدرت نقدشوندگی بالایی برخوردار خواهند بود؛ بدین معنی که افراد با مراجعه به بورس و اوراق بهادار در نرخ تنزیل جاری می‌توانند این اوراق را قبل از سررسید مندرج در این اوراق به فروش رسانده و به نقدینگی موردنظر دست یابند (نظرپور و خزائی، ۱۳۹۱، ص ۱۹۶).

#### ۲-۷. صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک

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

مهم‌ترین ویژگی این اوراق نسبت به اوراق استصناع موازی، عدم بیع دین در انتشار این نوع از اوراق است که علاوه بر استقبال سرمایه‌گذاران شیعه، منجر به استقبال اهل سنت از این اوراق نیز خواهد شد و سرمایه این افراد را نیز که در داخل و یا خارج از کشور بوده و قصد سرمایه‌گذاری در بورس ایران را دارند، جذب خواهد کرد (بازوکار، ۱۳۹۲، ص ۱۶۳)، لذا فروش این اوراق در بازار ثانویه قبل از سررسید نیز باعث تحقق بیع دین نمی‌شود که مشکل نهی اکثر فقهای اهل سنت و برخی از فقهای شیعه در زمینه بیع دین تحقق نمی‌یابد؛ لذا در این مدل، ابتدا سفارش ساخت دارایی به پیمانکار بر پایه عقد استصناع داده می‌شود و پس از ساخت دارایی، واسطه‌دارایی را از

پیمانکار تحویل گرفته و با وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، به بانی اجاره به شرط تملیک می‌دهد و بانی نیز از محل درآمد دارایی یا فروش آن، اصل سرمایه و سود صاحبان اوراق را در قالب اجاره به آنان می‌پردازد. ویژگی صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک بدین صورت است که اولاً به ازای دارایی‌ای منتشر می‌شود که هم اکنون موجود نیست بلکه در آینده براساس قراردادی که بین شرکت ناشر و پیمانکاران ساخت طرح منعقد می‌گردد (قرارداد استصناع)، ساخته می‌شود. ثانیاً ترکیبی از عقد استصناع و اجاره است؛ بدین گونه که ابتدا طرح احداث و یا کالای مورد نظر ساخت و سپس اجاره داده شده و در پایان دوره نیز طرح (کالا) به ملکیت بانی درآورده می‌شود. بنابراین دارندگان صکوک علاوه بر دریافت اجاره بها می‌توانند اوراق خود را فروخته و از افزایش قیمت آن سود ببرند (نظریور و خزائی، ۱۳۸۹، ص ۱۹۸).



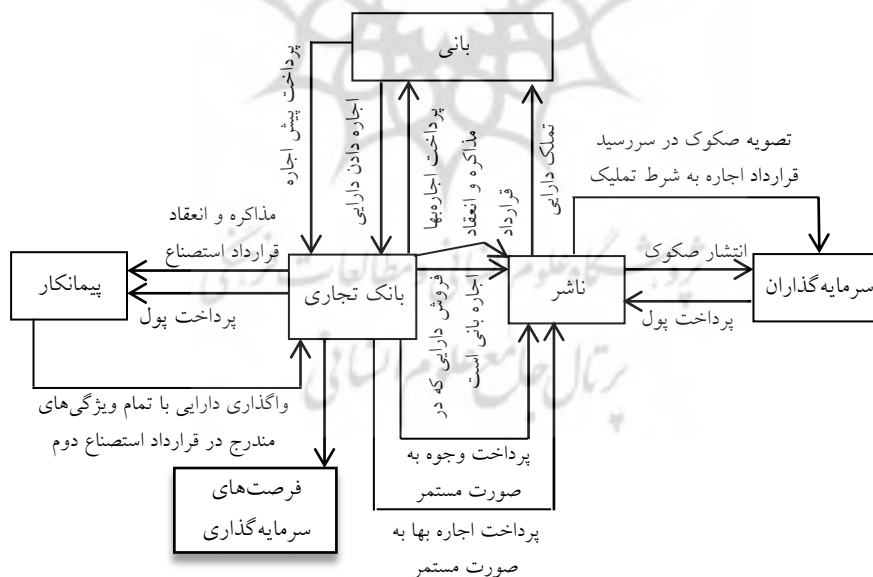
### نمودار (۳): فرایند انتشار صکوک استصناع مبتنی بر اجاره به شرط تملیک

منبع: نظریور و خزائی، ۱۳۸۹، ص ۱۹۹

### ۳-۷. صکوک استصناع رهنی

تبدیل به اوراق بهادار ساختن دارایی‌ها، فرآیندی است که به واسطه آن منافع وام‌ها و دیگر مطالبات تعهد شده به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن، تکنیکی است که در آن یک شخصیت حقوقی اقدام به فروش دارایی‌های مالی خود به شخصیت حقوقی دیگر نموده و آن شخصیت حقوقی نیز جهت تأمین مالی خرید انجام شده به انتشار اوراق بهادار اقدام می‌کند. براساس این روش

دارایی‌هایی که جزئی از ترازنامه بوده به اوراق بهادار تبدیل شده و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند. در فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها، هر دارایی با درآمد ثابت یا متغیر مانند مطالبات ناشی از وام‌های تجاری، وام‌های رهنی مسکن، حساب‌های دریافتی، مطالبات مربوط به اجاره‌های بلندمدت و... می‌توانند به اوراق بهادار تبدیل شوند (نظریور و خزائی، ۱۳۸۹، ص ۲۰۰). یکی از روش‌های تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، انتشار اوراق بهادار رهنی است. اگر به صورت دقیق به فرآیند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی بنگریم ملاحظه می‌شود که در حقیقت تسهیلات بانکی به وسیله بانک به شرکت واسط (ناشر) منتقل می‌شود؛ این انتقال از راه عقد فروش دین صورت می‌پذیرد. به عبارت دیگر، در اوراق مالی صکوک، ناشر اوراق موظف به پرداخت بازده به سرمایه‌گذاران در تاریخ معین و از پیش تعیین شده است. همچنین معمولاً صکوک استصناع که توسط ناشر منتشر می‌گردد، نشان‌دهنده حق و مالکیت سرمایه‌گذاران در دارایی پایه معامله استصناع است (نظریور و خزائی، ۱۳۸۹، ص ۲۰۱). فرآیند انتشار صکوک استصناع رهنی را در نمودار (۴) مشاهده می‌شود:



نمودار(۴): فرآیند انتشار صکوک استصناع رهنی

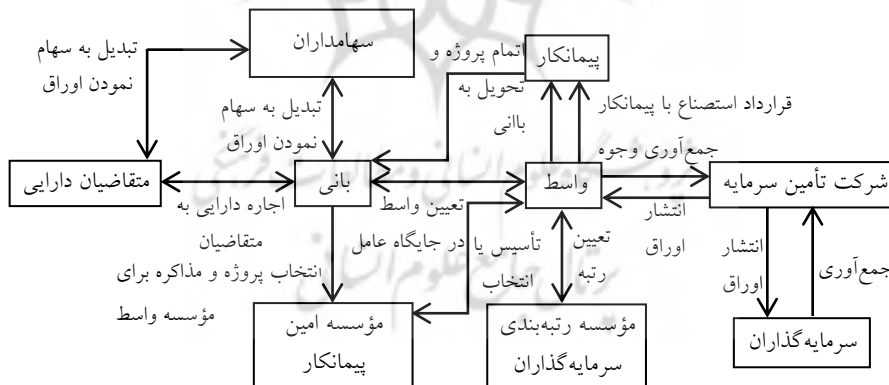
منبع: نظریور و خزائی، ۱۳۸۹، ص ۲۰۳

#### ۷-۴. صکوک استصناع قابل تبدیل به سهام

گاهی اوقات بانی امکان خرید یا اجاره به شرط تملیک دارایی ساخته شده را ندارند و تنها می‌توانند آن را اجاره عادی کند. در این موارد می‌توان با استفاده از اوراق استصناع و تبدیل به سهام از یک سو مشکل بانی را حل کرد و از سوی دیگر سود قابل قبولی برای سرمایه‌گذاران مالی به وجود آورد.

در این روش، شرکت سرمایه‌گذاری با مراجعه به مؤسسه امین و تأسیس یا انتخاب نهاد واسط، با واسط وارد قرارداد استصناع شده و آن را عامل خود قرار می‌دهد. واسط به انتشار اوراق استصناع قابل تبدیل به سهام اقدام می‌کند. سپس با جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق استصناع، با شرکت پیمانکار وارد قرارداد استصناع می‌شود.

در پایان انجام طرح نیز براساس قرارداد، پیمانکار طرح تکمیل شده را به شرکت سرمایه‌گذاری مسکن تحویل می‌دهد. شرکت واسط با همکاری شرکت سرمایه‌گذاری با ارزش‌گذاری کل طرح و تبدیل آن به سهام در قالب شرکت سهامی، اوراق استصناع سرمایه‌گذاران را با سهام جایگزین می‌کند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۶۰۶).

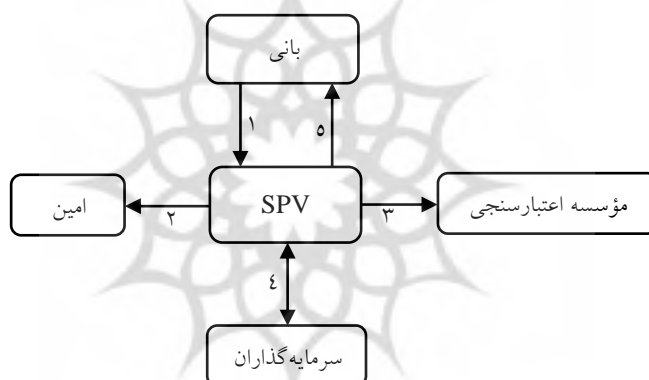


نمودار (۵): مدل عملیاتی اوراق استصناع و تبدیل به سهام

منبع: موسویان، ۱۳۹۱، ص ۶۰۷

۸. سناریوهای انتشار صکوک استصناع در تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی توسط دولت مدل پیشنهادی برای انتشار صکوک استصناع با توجه به مراحل احداث و بهره‌برداری پروژه‌های زیربنایی به شرح ذیل طراحی گردیده است.

در این مدل بانی که سازنده نیز می‌باشد به انتخاب واسط<sup>۱۴</sup> اقدام می‌نماید، واسط نیز نماینده سرمایه‌گذاران می‌باشد. قرارداد استصناع، عقدی بین واسط و بانی می‌باشد. واسط اقدام به انتشار صکوک استصناع می‌کند و وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند و براساس پیشرفت پروژه و فازهای مختلف وجوه به سازنده تزریق می‌گردد. طی دوره ساخت، واسط به عنوان نماینده سرمایه‌گذاران مالک پروژه می‌باشند و بانی سازنده است. مراحل مذکور در نمودار (۶) ترسیم شده است:

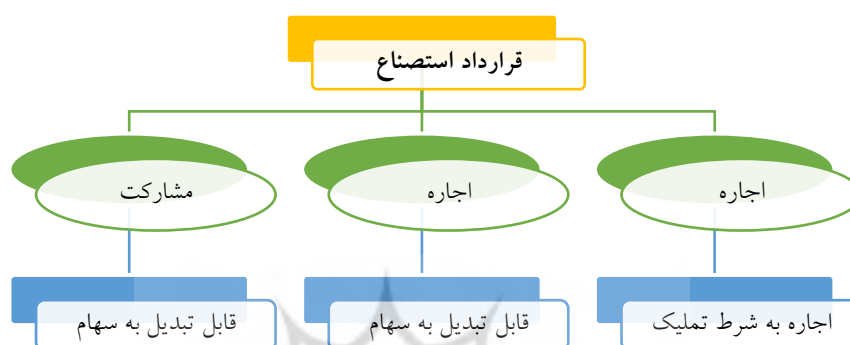


#### نمودار (۶): انتشار صکوک استصناع

منبع: یافته‌های تحقیق

۱. در این مرحله بانی نهاد واسط را انتخاب می‌کند.
۲. مؤسسه اعتبارسنجی، اعتبار صکوک را مشخص و اعلام می‌نماید.
۳. واسط پس از اعتبارسنجی اقدام به انتشار صکوک استصناع می‌نماید.
۴. قدم به قدم، براساس پیشرفت پروژه میزان مشخصی از وجوه توسط واسط به بانی قابل پرداخت خواهد شد. شرکت واسط اقدام به سرمایه‌گذاری باقیمانده وجوه در دارایی بدون ریسک و امن می‌نماید.

بعد از دوره ساخت، براساس قرارداد جدیدی که بین بانی و واسط منعقد می‌گردد سناریوهای مختلف قابل تصور می‌باشد. سه روش برای تأمین مالی به شرح ذیل وجود دارد.



نمودار (۷): سناریوهای مختلف پس از انتشار صکوک استصناع

منبع: یافته‌های تحقیق

#### ۸-۱. مشارکت

به این معنا که بعد از پایان مرحله ساخت طی قرارداد جدیدی بانی و واسط توافق خود را بر مشارکت بر عایدی‌های این مرحله (بهره‌برداری) اعلام می‌دارند، در این حالت، برای ترغیب سرمایه‌گذار عایدی سرمایه‌گذار بیشتر از نسبت آورده او تعیین می‌گردد، اما ضرر محتمل در پروژه براساس آورده اولیه خواهد بود.

#### ۸-۱-۱. مزایا

- ✓ همان‌گونه که در مقدمه بحث توضیح دادیم یکی از مسائل و چالش‌های مربوط به تأمین مالی عدم ارتباط بین بخش واقعی اقتصاد و بخش مالی است. در این روش این ارتباط نظیر به نظیر اتفاق می‌افتد و اصل تقسیم ریسک نیز محقق می‌گردد.
- ✓ انعطاف در پرداخت‌ها برای بانی نیز از مزیت‌های دیگر این روش می‌باشد. به این معنا که بانی مجبور نخواهد بود تعهدی بر پرداخت تحت هر شرایطی داشته باشد. این امر به کارایی پروژه نیز کمک خواهد کرد.



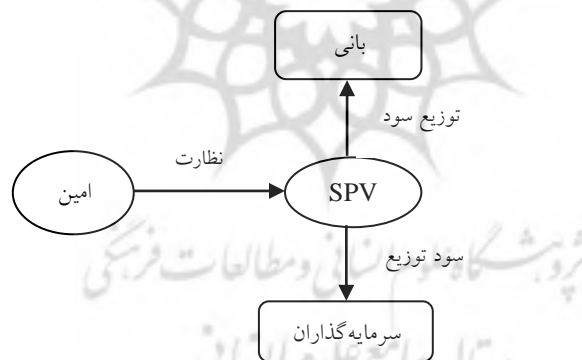
✓ از آنجایی که پروژه براساس مشارکت است تضمین سود حاصل از پروژه مردود است. در این صورت مسأله نمایندگی<sup>۱۵</sup> و همچنین تضاد منافع برای نهاد ضامن و بانی به وجود نخواهد آمد و تقارن اطلاعات نیز به نحو بهتری برقرار خواهد بود.

#### ۸-۱-۲. معایب

علی‌رغم وجود بسیاری از مزایایی که در این روش وجود دارد، اما معایبی به شرح ذیل نیز قابل تصور است:

✓ وقتی که فرصت‌های دیگر سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران در اقتصاد وجود داشته باشد که آنها را با ریسک کمتری مواجه سازد، از آنجا که بیشتر مردم گریزان از ریسک می‌باشند، لذا ترجیح‌شان بر سرمایه‌گذاری در این گونه پروژه‌ها خواهد بود.

✓ اگر مجموعه الزامات مربوط به این پروژه‌ها رعایت نکرده باشیم، هزینه رصد و کنترل نیز در این روش هنگفت خواهد بود.



#### نمودار (۸): مدل مشارکت

منبع: یافته‌های تحقیق

براساس توافق اولیه و مطابق برنامه زمانی پروژه، سود، توسط بانی به سرمایه‌گذاران و دارندگان اوراق پرداخت می‌شود. همان‌گونه که گفته شد، برای ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاران سود، کمی بالاتر از آورده اولیه خواهد بود، اما زیان احتمالی

پروژه براساس آورده می‌باشد. معمولاً این‌گونه پروژه‌ها مرحله بلوغ صنعت را در خود دارند (برای مثال بعد از ۵ سال). در این مرحله صکوک مشارکت می‌تواند به سهام تبدیل گردد، لذا برای این منظور از اوراق اختیار تبعی<sup>۱۶</sup> که به عنوان پشتوانه یک دارایی منتشر می‌شود و نمی‌تواند به صورت مستقل در بازار خرید و فروش شود به عنوان حقی برای سرمایه‌گذار استفاده می‌شود که براساس این حق مالکیت او بر دارایی ادامه می‌یابد.

#### ۸-۱-۳. IPO

- اندازه دولت در اقتصاد یکی از مسائل مهم است. وقتی چنین حقی برای تبدیل اوراق به سهام وضع می‌گردد، در واقع کارایی دولت افزایش یافته و این خود عاملی برای مردمی کردن اقتصاد است. مردم به عنوان ذینفعان اصلی مالک دارایی می‌شوند.
- مزیت دوم این روش محدود کردن تعهدات اضافی دولت و پرداخت یکباره آن است که این نوع پرداخت مشکلات مالی برای دولت ایجاد می‌نماید.

#### ۸-۲. اجاره

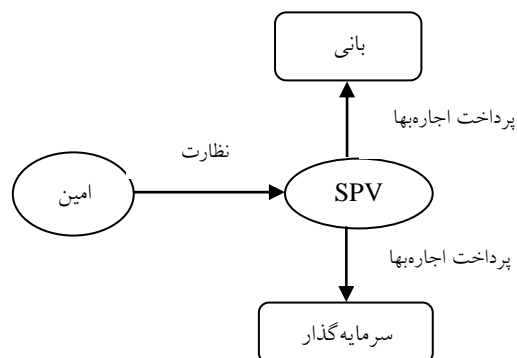
بعد از مرحله ساخت در عقد جدید، بانی و واسط توافق می‌کنند که در این مرحله مطابق با عقد اجاره دارایی به بانی اجاره داده شود؛ در این صورت نیز اختیار تبعی برای سرمایه‌گذار گذاشته می‌شود تا پس از مرحله بهره‌برداری بتواند این صکوک را به سهام تبدیل نماید.

#### ۸-۲-۱. مزایا

- صکوک اجاره پرداخت ثابتی دارد و نسبت به مشارکت برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز ترجیح داده می‌شود.

#### ۸-۲-۲. معایب

- انعطاف‌پذیری پرداخت‌های دوره‌ای اجاره، به نسبت مشارکت کمتر است.
- اجاره تعهداتی را برای بانی ایجاد می‌نماید و نگرانی‌های پرداخت‌هایی به سرمایه‌گذاران بدون انطباق با دارایی به وجود می‌آورد.



### نمودار (۹): مدل اجاره

منبع: یافته‌های تحقیق

با این رویکرد بعد از دوره بهره‌برداری همانند مدل قبلی سرمایه‌گذار حق تبدیل صکوک خود به سهام را دارد.

### ۸-۳. اجاره به شرط تملیک

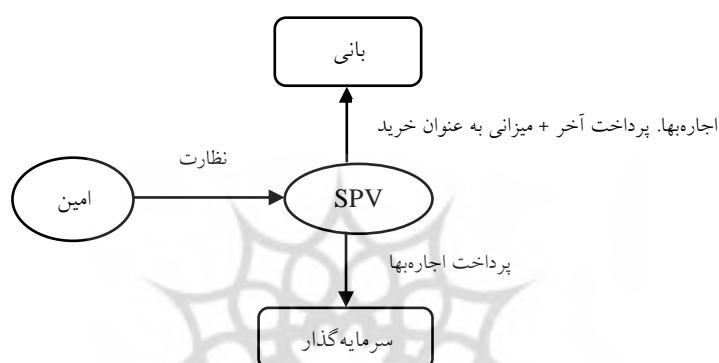
در این سناریو بعد از دوره ساخت، براساس عقدی جدید، بانی و واسط توافق می‌کنند تا در دوره بهره‌برداری دارایی را اجاره دهند. در این مدل نیز بانی مجبور به پرداخت دوره‌ای اجاره‌بها می‌باشد. پس از دوره بهره‌برداری نیز با آخرین پرداخت اجاره‌بها، با شرط «فعلی»<sup>۱۷</sup> که ممکن است با پرداختی نیز همراه باشد، بانی تملک دارایی را از آن خود می‌کند و در واقع اجاره به شرط تملیک رخ می‌دهد.

### ۸-۳-۱. مزایا

- از مزایای این روش می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:
- ✓ سازنده مالک و دارنده دارایی خواهد شد.
  - ✓ سرمایه‌گذاران پرداخت‌های ثابت و مشخصی دارند و ریسک به حداقل ممکن خواهد رسید.
  - ✓ قیمت‌گذاری اوراق تسهیل و بدون پیچیدگی خواهد بود.

### ۸-۳-۲. معایب

- از معایب این روش می‌توان به دو مورد ذیل اشاره نمود:
- ✓ مجموعه مزایایی که برای مدل‌های تقسیم و توزیع ریسک مطرح کردیم در این مدل وجود ندارد.
  - ✓ ماهیت این روش شباهت بسیاری با تأمین مالی براساس بدهی دارد.



نمودار (۱۰): اجاره به شرط تملیک  
منبع: یافته‌های تحقیق



نمودار (۱۱): سیر پرداخت در مدل اجاره به شرط تملیک  
منبع: یافته‌های تحقیق

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

از اساسی‌ترین نیازهای کشورهای در حال توسعه زیرساخت‌های اقتصادی آن است که بسترساز رشد و توسعه در سایر بخش‌های اقتصاد است و عدم پاسخگویی صحیح به نیاز تأمین مالی در این بخش توسعه اقتصادی را با مشکلات و چالش‌های اساسی

مواجه می‌سازد. کشورهای در حال توسعه در تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی خود با مشکل مواجه‌اند و طراحی راه‌حل بهینه در تأمین مالی این نوع از پروژه‌ها نیاز اساسی این کشورها است. این نوع از پروژه‌ها دو مشخصه اصلی دارند که در روش تأمین مالی باید بدان توجه کرد. اولین مشخصه بلندمدت بودن و دومین مشخصه هزینه هنگفت اجرای این پروژه‌ها است.

به صورت کلی دو روش برای تأمین مالی مطرح می‌گردد:

۱. تأمین مالی مبتنی بر بدهی<sup>۱۸</sup>؛

۲. تأمین مالی مبتنی بر مالکیت<sup>۱۹</sup>.

رویکرد غالب در تأمین مالی پروژه‌ها مبتنی بر روش اول بوده است؛ غافل از آنکه این نوع تأمین مالی و انتخاب این روش مشکلات بسیاری برای اقتصاد به بار خواهد آورد. عدم ارتباط بین پرداخت‌ها از تسهیلات‌دهندگان و جریانات خروجی پروژه باعث می‌شود تا ریسک عدم بازپرداخت توسط دولت‌ها به وجود آید. در این حال دولت‌ها اقدام به چاپ پول و یا استقراض می‌کنند که تبعات بدی نسبت به ثبات مالی و اقتصادی ایجاد می‌نماید. در این حالت بهتر است تا به روش‌هایی روی آوریم تا خروجی و عایدات پروژه را به سمت عایدات بخش واقعی اقتصاد سوق دهد. در این حالت با بحران‌های ناشی از کسری بودجه مواجه نخواهیم بود. ابزارها و سازکارهایی که برای تأمین مالی طراحی می‌گردد، در صورتی موفقیت‌آمیز خواهند بود که همه جنبه‌های مالی و اقتصادی آن در نظر گرفته شود. توجه به ملاحظات اقتصاد کلان در طراحی مدل‌های تأمین مالی، علی‌رغم تأثیرگذاری فراوان در تمامی عرصه‌ها، مغفول مانده است. توجه به مسائل مربوط به بحران‌های مالی و ثبات اقتصادی، ایجاد اهرم در اقتصاد، کسری بودجه دولت، تورم و توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی از جمله مسائلی است که ساختارها و مدل‌های تأمین مالی بر آنها تأثیر گذارند. این مهم در پروژه‌هایی که دولت متولی امر آن است نمود بیشتری می‌یابد و عدم توجه به جریانات و تعهدات دولت نسبت به این پروژه‌ها شاخص‌های اقتصادی کلان را در وضعیت نامناسب قرار می‌دهد، لذا ارتباط بین جریانات و تعهدات دولت با بخش واقعی

اقتصاد که از شاخصه‌های اصلی اقتصاد و مالی اسلامی است این آسیب‌ها را به حداقل می‌رساند.

بر این اساس در این تحقیق به سه مدل تأمین مالی توسط دولت برای پروژه‌های زیرساختی اشاره گردید، با توجه به توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی، ارتباط جریان‌ات با بخش واقعی پروژه‌های زیرساختی مزایا و معایب هر کدام تبیین شد و بر مدل سوم که ترکیبی از سه مدل «استصناع، مشارکت و انتشار سهام» تأکید گردید.

#### یادداشت‌ها

1. Debt Based Financing
2. Equity Based Financing
3. Contagion
4. Countercyclical
5. Operational Leverage
6. Financial Fundamentals
7. Commitments
8. Originator
9. Fixed Income Instrument
10. Qatar Real Estate Investment Company
11. Turnkey
12. Forward Lease Arrangement
13. Ijara Mawsufah F Al-Dimmah
14. Spv
15. Agency Problem
16. Embedded Option

۱۷. شرط نتیجه شرطی است که مورد آن نتیجه یکی از اعمال حقوقی (اعم از عقد یا ایقاع) باشد. مانند آنکه ضمن عقد بیع اتومبیلی به مبلغ پانصد هزار ریال، فروشنده بر خریدار شرط کند که کتاب خطی خریدار ملک فروشنده شود. در این مثال به طوری که ملاحظه می‌شود، انتقال ملکیت کتاب خطی خریدار به فروشنده که نتیجه و اثر عقد هبه است، ضمن معامله اتومبیل شرط شده است. در این صورت به نفس درج شرط مزبور ضمن عقد اصلی، آن نتیجه چنانچه مانع قانونی نداشته باشد، حاصل خواهد شد و دیگر نیازی به انشای عقدی که مولد آن نتیجه است، نخواهد بود. در صورتی که شرط فعل مربوط به انشای عقد دیگر در پایان معامله است.

18. Debt Based Financing

## 19. Equity Based Financing

### کتابنامه

بازوکار، احسان (۱۳۹۱)، «اوراق استصناع: بررسی فقهی<sup>۵</sup> حقوقی»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).

حسینی‌زاده مظلومی، سیدرضا (۱۳۸۹)، «بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).

خوشنود، مهدی (۱۳۹۲)، «استفاده از صکوک استصناع قابل تبدیل به سهم جهت تأمین مالی اپراتور چهارم»، رودسر: اولین همایش ملی رویکردهای نوین در مهندسی کامپیوتر و بازیابی اطلاعات، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودسر و املش.

سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۲-۱۳۹۳)، صورتجلسه کمیته فقهی، سال هشتم، جلسات شماره ۸۷، ۹۱ و ۹۲.

سجادی، جعفر (۱۳۷۳)، فرهنگ معارف اسلامی، تهران: کوشش، جلد اول.  
صالح‌آبادی، علی و معصومه سعدآبادی (۱۳۹۱)، «سازوکار عملیاتی مدل تأمین مالی پروژه‌های پیمانکاری توسط اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع)»، تهران: پنجمین کنفرانس نظام تأمین مالی در ایران، گروه مالی و سرمایه‌گذاری مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.

فدایی‌واحد، میثم و محمد صفائی (۱۳۹۰)، «صکوک ترکیبی استصناع - اجاره به شرط تملیک ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های شهرداری‌ها»، تهران: چهارمین همایش ملی شهرداری، مشکلات و راهکارها، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.

کاوند، مجتبی (۱۳۸۹)، گفتارهایی درباره اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).

کمیجانی، اکبر و محمدنقی نظرپور (۱۳۸۶)، «تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طریق اوراق استصناع و چگونگی به کارگیری آن در بازار بورس، تهران: مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، «اوراق بهادار استصناع؛ مکمل بازار سرمایه ایران، جستارهای اقتصادی، شماره ۸، صص ۱۱-۳۸.

موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، بازار سرمایه اسلامی (۱)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

- موسویان، سیدعباس و احسان بازوکار (۱۳۹۲)، «بررسی فقهی - حقوقی اوراق استصناع موازی»، دیدگاه‌های حقوق قضایی، شماره ۶۳، صص ۲۰۹-۲۴۴.
- موسویان، سیدعباس و جواد حدادی (۱۳۹۲)، «تأمین مالی پروژه محور به وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت»، اقتصاد اسلامی، شماره ۵۰، صص ۷۹-۱۱۰.
- نظرپور، محمدنقی (۱۳۸۴)، «اوراق بهادار استصناع ابزاری برای سیاست پولی»، اقتصاد اسلامی، شماره ۲۰، صص ۸۱-۱۱۰.
- نظرپور، محمدنقی و ایوب خزایی (۱۳۸۹)، «پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار»، نامه مفید، شماره ۸۱، صص ۳-۲۶.
- نظرپور، محمدنقی و ایوب خزایی (۱۳۹۱)، «طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار» پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۵۲، صص ۱۸۳-۲۰۹.
- نظرپور محمدنقی، سیدمحسن فاضلیان و ناهید مؤمنی نژاد (۱۳۹۳)، «ارائه الگوی مطلوب تأمین مالی صنعت نفت ایران بر پایه صکوک استصناع و رتبه بندی ریسک های آن با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی»، تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۶، صص ۶۵-۹۶.
- هاشمی شاهرودی سیدمحمود (۱۳۸۸)، فرهنگ فقه مطابق مذهب اهل بیت علیهم السلام، قم: مؤسسه دائره المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم السلام، جلد ۱.
- Askari, H., Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2010). *Globalization and Islamic Finance: Convergence, Prospects and Challenges* (Vol. 778). John Wiley & Sons.
- Chance, C. (2009). *Sukuk guidebook. Dubai: Dubai International Financial Centre.*
- Farmida Bi. (2008). AAOIFI Statement on Sukuk and its Implications. pp. 1-4
- Hacioglu, Ü., & Dincer, H. (Eds.). (2013). *Managerial Issues in Finance and Banking: A Strategic Approach to Competitiveness*. Springer Science & Business Media.
- Salim, D. P. (2015). Introduction. In *The Transnational and the Local in the Politics of Islam* (pp. 1-19). Springer, Cham.
- <http://www.islamicbanker.com>
- <http://www.iifm.net>
- <http://www.sukuk.ir>



#### 4 Abstracts

*Islamic Finance Researches, Vol. 7, No. 1 (Serial 13) Autumn 2017 & Winter 2018*

### **Financing Infrastructure Projects Based on Risk Sharing Patterns through Publication of Sukuk Istisna by the Government**

**Mohammad Mehdi Askari\***

**Majid Karimi Rizii\*\***

**Ali Mostafavi Sani\*\*\***

*Received: 20/05/2016*

*Accepted: 08/11/2016*

Among major requirements of developing countries is their economic infrastructure which paves the way for development in other economic sections, and lack of correct response to funding this section can make economic development face significant problems and challenges. Planning the most appropriate solution for funding these projects is these countries basic need. This type of projects has two key features that need to be considered when adopting the funding method: long term and high cost. Benefiting from innovative Islamic financial methods based on Islamic contracts can provide answers to these needs. Generally we have two methods for financing projects, debt financing and equity financing. The states of these countries usually provide funds based on debt financing. Unfortunately, the states make a lot of problems in their economy by choosing this approach. Using the Islamic innovation like Istisna in combination with other Islamic contracts in planning suitable sukuk is our model here in this paper.

**Keywords:** Istisna Sukuk, Equity Based Financing, Risk Sharing, Infrastructure Project

**JEL Classification:** P45

---

\* Associate Professor, Faculty of Islamic Studies and Economics, Imam Sadiq University, m.askari@isu.ac.ir

\*\* Ph.D. Student of Economics, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), karimirizi@isu.ac.ir

\*\*\* Ph.D. Student of Economics, Imam Sadiq University, mostafavisani@isu.ac.ir