

A Jurisprudential Analysis of Issuing Perpetual Sukuk in Islamic Capital Market

Mohammad Tohidi*

Received: 22/04/2020

Mahdi Hakimian**

Accepted: 14/10/2020

Khalilollah Ahmadvand***

Abstract

One of the new innovations in Islamic capital market is the introduction and issuance of perpetual sukuk. As one of the combined Islamic financial instruments, these securities have the nature of debt-equity with no pre-determined maturity date. Islamic banks tend to issue such securities with the aim of managing their own risk, complying with Tier 1 of Basel III capital adequacy requirements, as well as complying with the requirements of highly liquid assets. Also the government and the special sector tend to finance their projects through perpetual sukuk. The purpose of this study is to examine the possibility of designing and issuing perpetual Sukuk from a shariah perspective. The items studied in jurisprudential analysis are non-determination of maturity date, delay in payment of periodic profit, prioritization and the redemption option in perpetual sukuk. This study is an applied research in terms of purpose and descriptive-analytical in terms of nature and method. In this research, after introducing perpetual sukuk, expressing its features and considerations, we analyze this type of sukuk from a jurisprudential point of view. The results indicate that it is possible to design perpetual sukuk in the form of Musharakah, Mudarabah and Wakalah contracts.

Key words:

Perpetual Sukuk, Basel III Capital Adequacy, Musharakah, Mudarabah, wakalah.

JEL Classification: Z12, G23.

*. Assistant Professor, Department of Finance, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University (A.S), Tehran, Iran. (Corresponding Author) tohidi@isu.ac.ir

** . PhD Student in Financial Management, Imam Sadiq University (A.S), Tehran, Iran. hakimian@isu.ac.ir

***. Assistant Professor, Theology Department, Faculty of Literature and Humanities, Kermanshah, Iran ahmadvand@razi.ac.ir

بررسی و تحلیل فقهی ساختار صکوک بدون سررسید در بازار سرمایه اسلامی^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۲/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۱/۰۱
مقاله برای اصلاح به مدت ۵۷ روز نزد نویسندگان بوده است.

محمد توحیدی*
مهدی حکیمیان**
خلیل اله احمدوند***

چکیده

یکی از نوآوری‌های اخیر بازار جهانی صکوک، معرفی و انتشار صکوک بدون سررسید در کشورهای اسلامی است. این اوراق به‌عنوان یکی از ابزارهای مالی اسلامی ترکیبی، ماهیت بدهی - حقوق صاحبان سهام داشته و معمولاً دارای بازدهی منظم و بدون تاریخ سررسید از پیش تعیین شده است. بانک‌های اسلامی با هدف مدیریت ریسک خودشان، رعایت رکن اول الزامات کفایت سرمایه بازل ۳ و همچنین رعایت الزامات مقرراتی دارایی‌های با نقدشوندگی بالا اقدام به انتشار چنین اوراقی می‌کنند. همچنین دولت و بخش خصوصی نیز می‌توانند برای تأمین مالی پروژه‌های خود صکوک بدون سررسید منتشر کنند. هدف از این پژوهش این است که امکان طراحی و انتشار صکوک بدون سررسید را از منظر فقهی تحلیل نماید. این پژوهش از منظر هدف، کاربردی و از منظر ماهیت و روش، توصیفی تحلیلی محسوب می‌شود. در این پژوهش عدم تعیین سررسید، تأخیر در توزیع سود دوره‌ای، اولویت‌بندی و اختیار بازخرید اوراق مورد تجزیه و تحلیل فقهی قرار می‌گیرد. در این پژوهش پس از معرفی صکوک بدون سررسید، بیان ویژگی‌ها و تجربه انتشار آن در کشورهای اسلامی، به روش توصیفی تحلیلی و با تأکید بر تجربه بین‌المللی، به تحلیل فقهی الگوی صکوک بدون سررسید بر اساس عقود مشارکتی پرداخته شده است و نتایج گویای آن است که امکان طراحی صکوک بدون سررسید در قالب عقود مشارکت، مضاربه و وکالت وجود دارد.

واژگان کلیدی: صکوک بدون سررسید، الزامات کفایت سرمایه بازل ۳، مشارکت، مضاربه، وکالت.

طبقه‌بندی JEL: Z12, G23

۱. از همکاری مرکز پژوهش سازمان بورس و اوراق بهادار تشکر و قدردانی می‌شود.

* استادیار گروه مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (علیه السلام)، تهران، ایران (نویسنده مسئول)،

tohidi@isu.ac.ir

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی گرایش مهندسی مالی، دانشگاه امام صادق (علیه السلام)، تهران، ایران hakimian@isu.ac.ir

*** استادیار گروه الهیات، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران ahmadvand@razi.ac.ir

۱. مقدمه

انتشار انواع مختلف اوراق بهادار (صکوک) به‌عنوان جایگزین اوراق قرضه متعارف، یکی از مهم‌ترین دستاوردهای مالی اسلامی محسوب شده که در کشورهای اسلامی و غیراسلامی جایگاه ویژه‌ای پیدا کرده است (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۴۵۸). استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۱، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: «صکوک گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود» (سروش، ۱۳۸۶، صص. ۱۴-۱۹). هدف از به‌کارگیری صکوک به‌عنوان ابزاری جدید در نظام مالی اسلامی، صرفاً تقلیدی نسنجیده از اوراق قرضه مبتنی بر بهره نیست، بلکه ایجاد ابزاری نو و ابتکاری منطبق بر قوانین شریعت اسلام است. زیرا با حذف کامل بهره از نظام مالی در جوامع اسلامی، می‌بایست ساختار و شیوه فعالیت بازارهای مالی دگرگون شده و ابزارهای متناسب با دیدگاه اسلام طراحی و وارد بازار گردد (نظرپور و خزائی، ۱۳۹۱، ص. ۱۸۸).

صکوک را از منظر سررسید می‌توان به اوراق با سررسیدهای کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت و بدون سررسید تقسیم نمود. سررسید اوراق کوتاه‌مدت کمتر از یک سال است که عموماً این نوع اوراق برای هدف تأمین نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد. اوراق میان‌مدت بین یک تا پنج سال و اوراق بلندمدت بیشتر از پنج سال است (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸، ص. ۵۶). ازجمله نوآوری‌های اخیر در بازار سرمایه کشورهای اسلامی، طراحی و انتشار صکوک بدون سررسید یا مادام‌العمر^۲ مبتنی بر موازین شریعت اسلام است که به‌عنوان جایگزین اوراق قرضه مادام‌العمر^۳ مطرح شده است. صکوک بدون سررسید صکوکی است که پس از انتشار چارچوب مقرراتی بازل سه، بانک‌های اسلامی برای رعایت الزامات رکن یک بازل سه، شروع به انتشار چنین صکوکی نمودند (Sairally, Muhammad & Mustafa, 2013, p. 127). با توجه به لزوم طراحی و انتشار ابزارهای مالی متنوع و سازگار با سلايق و روحیات سرمایه‌گذاران و ناشران،

این نوع صکوک می‌تواند به تنوع و گستردگی ابزارهای مالی موجود در کشور کمک کرده که نتیجه آن رشد و شکوفایی بازارهای مالی و اقتصاد خواهد شد. در این پژوهش ابتدا به معرفی صکوک بدون سررسید، مزایای آن برای ناشران و سرمایه‌گذاران و تجربه انتشار آن در کشورهای اسلامی پرداخته شده است، سپس امکان طراحی این نوع صکوک بر اساس عقود مختلف اسلامی مورد بررسی و تحلیل فقهی قرار می‌گیرد.

۲. پیشینه پژوهش

هرچند که اوراق قرضه مادام‌العمر دارای سابقه طولانی در بازارهای مالی متعارف بوده و تحقیقات متعددی در این زمینه انجام شده است، اما صکوک مادام‌العمر از مباحث جدید و به‌روز در بازارهای مالی اسلامی محسوب می‌شود و سابقه انتشار این نوع صکوک به دهه اخیر برمی‌گردد و اولین صکوک مادام‌العمر در سال ۲۰۱۲ منتشر شده است. پژوهش‌های اندکی در زمینه صکوک مادام‌العمر در دنیا وجود دارد که در ادامه بدان‌ها اشاره می‌شود. رمضان فطری الیاس و همکاران^۴ (۲۰۱۶) در مقاله‌ای تحت عنوان «صکوک مادام‌العمر، ارزیابی اولیه شریعت» پس از بررسی اولیه اوراق صکوک مادام‌العمر و بیان دلایل انتشار آن، این صکوک را از منظر فقه اهل سنت بررسی و ارزیابی کرده و انتشار آن را بلاشکال می‌دانند و در ادامه با ذکر دلایلی انتشار آن را باعث رشد و شکوفایی بازارهای مالی کشورهای اسلامی می‌دانند.

شورای عمومی بانک‌ها و نهادهای مالی اسلامی (۲۰۱۶)^۶ در گزارشی با عنوان «صکوک سرمایه رکن ۱ و ۲» ضمن تبیین جنبه‌های مهم تعاریف سرمایه در استانداردهای تجدیدنظر شده کفایت سرمایه، به توصیف برخی ابزارهای مالی می‌پردازد که با این الزامات تطابق دارند. همچنین در این گزارش، تحلیلی از صکوکی ارائه می‌شود که بانک‌های اسلامی برای تقویت نسبت‌های سرمایه‌شان منتشر نموده‌اند.

بانک جهانی (۲۰۱۵)^۷ نیز در کارگاهی با عنوان «بازل ۳ و صکوک رکن ۱» ضمن مروری بر الزامات کفایت سرمایه بازل ۳، به بررسی ساختار انتشار صکوک رکن ۱ و برخی چالش‌های کلیدی در این زمینه پرداخته است.

آکادمی تحقیقاتی بین‌المللی شریعت^۸ (۲۰۱۵) در کتاب خود به نام بازار سرمایه اسلامی^۹ در فصل پنجم کتاب به صورت خلاصه به بررسی صکوک مادام‌العمر پرداخته است و اولین تجربه انتشار صکوک بدون سررسید را به صورت مختصر تشریح می‌کند. آکادمی تحقیقاتی بین‌المللی شریعت (۲۰۱۷) در کتاب دیگر خود به نام صکوک^{۱۰} در یکی از فصول کتاب صکوک مادام‌العمر را در کنار صکوک قابل تبدیل^{۱۱} و صکوک قابل تغییر^{۱۲} مورد بررسی قرار داده، شرایط و ویژگی‌های این صکوک را به همراه مزایا و معایب انتشار آن بررسی کرده و سپس آماری از تعداد و حجم منتشر شده صکوک بدون سررسید به همراه مورد کاوی برخی از آنها ارائه می‌کند.

بازار مالی اسلامی بین‌المللی^{۱۳} (۲۰۱۸) در گزارش دوره‌ای خود با عنوان «گزارش صکوک ۲۰۱۸» به ارائه آمار و ارقام صکوک مادام‌العمر منتشره توسط بانک‌های اسلامی و شرکت‌ها پرداخته و به صورت خاص به موردکاوری صکوک مادام‌العمر منتشره در سال ۲۰۱۸ پرداخته است.

اعتصامی و سلیمانی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید (با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی)» پس از بیان دلایل و اهمیت انتشار اوراق قابل تمدید، الگوی اوراق قابل تمدید را که شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی هست، تشریح، ریسک‌های آن را بررسی کرده و پس از ارزیابی فقهی انتشار آن را بدون اشکال می‌داند.

۳. مبانی نظری پژوهش

۳-۱. معرفی صکوک مادام‌العمر

صکوک مادام‌العمر به‌عنوان یکی از ابزارهای مالی ترکیبی^{۱۴} در ادبیات جدید مالی اسلامی شناخته می‌شود. عبارت ترکیبی معمولاً به ابزارهای مالی گفته می‌شود که دارای دو جز می‌باشند: بدهی^{۱۵} و حقوق صاحبان سهام^{۱۶}. صکوک بدون سررسید دارای ترکیبی از ویژگی‌های بدهی و حقوق صاحبان سهام معمولاً با بازدهی منظم و بدون تاریخ سررسید از پیش تعیین شده است و به صورت طبیعی دارای یک اختیار بازخرید است که ناشر بنا به صلاحدید می‌تواند آن را اعمال کند. این نوع صکوک معمولاً دارای

اولویت پایین تری نسبت به بدهی و دیگر تعهدات بانسی و البته بالاتر از سهام عادی بانسی چنین صکوکسی است؛ بنابراین اگر ناشر صکوک دچار ورشکستگی و منحل شود، دارندگان صکوک بدون سررسید پیش از سایر طلبکاران شرکت متحمل زیان خواهند شد.

محبوبیت ساختارهای ترکیبی در شکل صکوک مادام‌العمر در بین سرمایه‌گذاران و ناشران با شرایطی که در بازار سرمایه وجود دارد، متفاوت است. صکوک ترکیبی^{۱۷} همانند ساختارهای متعارف صکوک صرفاً برای افزایش سرمایه به‌کار نمی‌رود، بلکه می‌تواند نیازمندی‌های متفاوتی را مانند نیاز شرکت به تأمین سرمایه و نیاز سرمایه‌گذاران به تنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری‌شان را نیز محقق نماید.

با انتشار چهارچوب مقرراتی بازل ۳^{۱۸} در سال ۲۰۱۰ و بازنویسی مجدد آن در سال ۲۰۱۱، بانک‌های اسلامی برای رعایت قوانین و الزامات رکن یک^{۱۹} ذیل سرفصل بازل ۳ اقدام به انتشار صکوک مادام‌العمر نمودند. بانک اسلامی ابوظبی^{۲۰} کشور امارات متحده عربی در نوامبر ۲۰۱۲ اولین صکوک مشارکت مادام‌العمر به ارزش اسمی یک میلیارد دلار را منتشر کرد. بعد از سال ۲۰۱۲ اوراق صکوک مادام‌العمر زیادی در کشورهای اسلامی برای رعایت قوانین و مقررات بازل سه منتشر گردید. علاوه بر بانک‌های اسلامی، در سپتامبر ۲۰۱۳ شرکت المارای^{۲۱} که یک شرکت تولیدکننده محصولات لبنی در عربستان سعودی هست، اولین صکوک مادام‌العمر ترکیبی غیربانکی را منتشر نمود. این صکوک بدون سررسید، ترکیبی از قراردادهای مشارکت و مباحه بود.

در جدول ۱ اولین صکوک‌های مادام‌العمر منتشر شده به همراه جزئیات مربوط به ناشر، کشور، حجم، تاریخ انتشار و قرارداد پایه آنها آورده شده است.

جدول ۱: مشخصات صکوک مادام‌العمر منتشره در کشورهای اسلامی (ISRA, 2017, p 454)

مدت‌زمان بازخرید	قرارداد پایه	تاریخ انتشار	حجم (میلیون)	کشور	ناشر	نوع ناشر
۵ سال	مضاربه	نوامبر ۲۰۱۲	۱۰۰۰ دلار	امارات متحده عربی	ADIB Capital Invest 1 Ltd	بانک‌های اسلامی
۶ سال	مضاربه	مارس ۲۰۱۳	۱۰۰۰ دلار	امارات متحده عربی	DIB Tier 1 Sukuk Ltd	
۵ سال	مضاربه	ژوئن ۲۰۱۴	۵۰۰ دلار	امارات متحده عربی	AHB Tier 1 Sukuk Ltd	
۶ سال	مضاربه	ژانویه ۲۰۱۵	۱۰۰۰ دلار	امارات متحده عربی	DIB Tier 1 Sukuk 2 Ltd	
۶ سال	مضاربه	ژوئن ۲۰۱۵	۲۰۰۰ دلار	قطر	Qatar Islamic Bank perpetual	
۵ سال	مضاربه	می ۲۰۱۶	۲۵۰ دلار	کویت	Boubyan tier 1 Capital SPC Ltd	

مدت زمان بازخريد	قرارداد پايه	تاريخ انتشار	حجم (ميليون)	کشور	ناشر	نوع ناشر
۵ سال	مضاربه	ژوئن ۲۰۱۶	۵۰۰ دلار	امارات متحده عربي	Noor Tier 1 Sukuk Ltd	شرکت‌ها
۵ سال	مضاربه	اکتبر ۲۰۱۶	۲۰۰ دلار	کويت	Ahli United Sukuk Ltd	
۱۰ سال	مشارکت/ مساومه	ژوئن ۲۰۱۲	۲۵۰۰ دلار	مالزی	Malaysian Airline System Bhd	
۵ سال	مضاربه/ مرايحه	سپتامبر ۲۰۱۳	۱۰۰۰ دلار	عربستان سعودي	Almarai Co. Ltd	
۵ سال	مضاربه	نوامبر ۲۰۱۳	۲۰۰ دلار	امارات متحده عربي	GEMS MEA Sukuk Ltd	
۵ سال	مشارکت/ مساومه	دسامبر ۲۰۱۳	۱۲۰۰ دلار	مالزی	Boustead Holdings Bhd	
۵ سال	مشارکت/ مساومه	دسامبر ۲۰۱۳	۷۰۰ دلار	مالزی	S P Setia Bhd	
۵ سال	مشارکت/ مساومه	دسامبر ۲۰۱۴	۲۰۰۰ دلار	مالزی	DRB-HICOM Bhd	
۵ سال	مشارکت/ مساومه	دسامبر ۲۰۱۴	۴۰۰ دلار	مالزی	AEON Credit Service M Bhd	
۵ سال	مشارکت/ مساومه	مارس ۲۰۱۵	۶۰۰ دلار	مالزی	Mah Sing Group Bhd	
۷ سال	مشارکت/ مساومه	مارس ۲۰۱۶	۱۵۰۰ دلار	مالزی	Malaysia Airlines Bhd	
۵ سال	وکالت	مارس ۲۰۱۶	۳۰۰۰ دلار	مالزی	Sime Darby Bhd	

۳-۲. صکوک مادام‌العمر و الزامات کفایت سرمایه

توافق‌نامه بازل ۳، که در سال ۲۰۱۰-۲۰۱۱ مورد موافقت اعضای کمیته نظارت بانکی بازل قرار گرفت، تغییرات مهمی را نسبت به بازل ۲ ایجاد نمود. در بازل ۳ قوانین مربوط به جذب زیان سرمایه بسیار قوی‌تر از بازل ۲ است، همچنین نسبت‌های کفایت سرمایه برای انواع سرمایه رکن اول و دوم^{۲۲} مورد تجدید نظر قرار گرفته و بافرهای اختیاری معرفی شده است. الزامات کفایت سرمایه بالاتر در بازل ۳، بانک‌ها را به سمت ایجاد سرمایه اضافی و نگهداری عواید به‌عنوان راهی برای ایجاد سرمایه داخلی سوق داده است (Basel Committee on Banking Supervision, 2011). پیشنهادهاى کمیته بازل برای تقویت سرمایه مقرراتی درصدد بود که این اطمینان را ایجاد کند که همه ابزارهای سرمایه مقرراتی که توسط بانک‌ها منتشر می‌شوند، در مواقعی که بانک قادر به پشتیبانی

از خود نیست، بتواند زیان‌ها را جذب کند. در واقع سرمایه رکن اول باید قادر به جذب زیان در شرایطی باشد که بانک به فعالیت خود ادامه می‌دهد، در حالی که سرمایه رکن دوم باید زیان‌ها را پیش از سپرده‌گذاران و طلبکاران خاص دیگر در مواقع عدم امکان ادامه فعالیت بانک، جذب نماید. سرمایه رکن اول به دو طبقه رکن اول حقوق صاحبان سهام (CEFI) و رکن اول اضافی (AT1) تقسیم می‌شود. بر اساس استاندارد کفایت سرمایه بازل ۳، حداقل الزامات سرمایه‌ای سرمایه رکن اول ۶ درصد دارایی‌های موزون شده با ریسک است. این ۶ درصد متشکل از ۴/۵ درصد سهام عادی رکن اول (CET1) و حداکثر ۱/۵ درصد رکن اول مازاد (AT1) است. CET1 همان‌طور که از نامش پیداست سهام عادی شرکت با لحاظ تعدیلات خاص است و AT1 متشکل از ابزارهایی است که دارای اولویت پایین‌تری بوده، سودها یا کوپن‌های غیر جمع‌شونده اختیاری دارند، تاریخ سررسیدی ندارند و انگیزه‌ای برای بازخرید آنها نیز وجود ندارد. سرمایه رکن دوم باید نسبت به سپرده‌گذاران و طلبکاران عادی بانک در اولویت پایین‌تری قرار گرفته و یک سررسید حداقل ۵ ساله داشته باشند و هیچ انگیزه‌ای برای بازخرید آنها وجود نداشته باشد. بانک‌های متعارف از اشکال مختلف ابزارهای سرمایه شامل بدهی‌های بدون اولویت، اوراق قرضه بدون سررسید و اوراق قرضه مشروط قابل تبدیل^{۲۳} استفاده می‌کنند. باین حال، این ابزارها مبتنی بر ربا بوده و بانک‌های اسلامی مجاز به استفاده از آنها نیستند. در دسامبر ۲۰۱۳، هیئت خدمات مالی اسلامی با انتشار استاندارد ۱۵ خود با عنوان «استاندارد کفایت سرمایه تجدید نظر شده برای نهادهای ارائه‌کننده خدمات مالی اسلامی» ابزارهای مالی اسلامی مورد استفاده در الزامات سرمایه‌ای رکن اول و دوم را معرفی نمود. در این استاندارد، صکوک مشارکت به عنوان سرمایه رکن اول و صکوک مضاربه و وکالت به عنوان سرمایه رکن دوم پیشنهاد شده است (CIBAFI^{۲۴}, 2016, p. 3-4; IFSB, 2013, p 8).

۳-۳. مزایای صکوک بدون سررسید از منظر ناشران^{۲۵} و سرمایه‌گذاران^{۲۶}

ناشران به دلایل زیر ممکن است صکوک بدون سررسید را ترجیح دهند (ISRA, 2017, p.):
:(449-450)

- صکوک ترکیبی دسترسی به سرمایه‌گذاران گسترده‌تری را فراهم می‌کند، سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند سرمایه‌گذاری خود را متنوع کنند و به دنبال موقعیت‌های شبیه سهام هستند.
 - صکوک مادام‌العمر این امکان را برای بانک‌های اسلامی فراهم می‌آورد تا بتوانند الزامات رکن اول و دوم کفایت سرمایه بازل ۳ را رعایت کنند.
 - در صکوک بدون سررسید، ناشر در صورت تمایل و داشتن وجوه کافی، امکان بازخرید صکوک را پس از گذشت یک دوره زمانی مشخص خواهد داشت. این اختیار موجب می‌شود که ریسک نکول در رتبه‌بندی صکوک کاهش یافته و کیفیت اعتباری ناشر به علت افزایش انعطاف‌پذیری مالی و مدیریت کارای سرمایه افزایش یابد.
 - صکوک ترکیبی می‌تواند یک ابزار مؤثر برای مدیریت واگذاری^{۲۷} توسط ناشر صکوک برای کاهش سرمایه‌گذاری‌اش در سهام یک شرکت و یا شرکت‌های زیرمجموعه‌اش باشد، بدون اینکه لازم باشد مستقیماً برای عرضه سهام موجود وارد بازار سهام شود. چنین گزینه‌ای برای شرکت ارزشمند است، خصوصاً اگر ناشر، نگران ریسک کاهش زیاد قیمت سهامش باشد.
 - صکوک مادام‌العمر در مقایسه با صکوک عادی، این امکان را برای ناشران فراهم می‌کند که به صورت بلندمدت تأمین مالی کنند.
- سرمایه‌گذاران نیز به دلایل زیر ممکن است صکوک بدون سررسید را ترجیح دهند (ISRA, 2017, p. 450-451):
- صکوک بدون سررسید ویژگی‌های ریسک و بازدهی جذابی را با ترکیب ویژگی‌های بدهی و حقوق صاحبان سهام ایجاد می‌کند و آن به خاطر همیشگی بودن صکوک بدون سررسید است.
 - هرچند دارندگان صکوک بدون سررسید دارای اولویت پایین‌تری نسبت به سایر طلبکاران شرکت ناشر هستند، اما در عین استفاده از برخی مزایای شبیه حقوق صاحبان سهام بودن، دارای اولویت بالاتری نسبت به دارندگان سهام شرکت هستند.

• یکی دیگر از دلایلی که شاید باعث ترجیحات سرمایه‌گذاران و جذابیت صکوک بدون سررسید باشد این است که هنگامی که قیمت‌های سهام^{۲۸} متغیر و یا غیرقابل اعتماد باشد، صکوک ترکیبی یک اطمینان خاطر را درباره پرداخت مقداری درآمد ثابت به دارندگان خود می‌دهد. در مقابل سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام، سرمایه‌گذار را در ریسک کاهش قیمت سهم و همچنین دریافت بازده پایین و حتی منفی قرار خواهد داد.

۳-۴. ویژگی‌ها و مشخصات صکوک بدون سررسید

صکوک بدون سررسید در مقایسه با ساختارهای رایج صکوک دارای ویژگی‌های متمایزی است که در ادامه تبیین خواهد شد (Ellias, Haron, Firdaus Kadir and Salim, 2016, p.127-129).

۳-۴-۱. مادام‌العمر^{۲۹} (همیشگی) بودن

صکوک بدون سررسید مادام‌العمر و بدون سررسید محسوب می‌شود؛ بدین معنا که ناشر برای همیشه بازدهی^{۳۰} این دارایی را پرداخت خواهد کرد و به‌طور معمول مجبور به بازخرید اصل^{۳۱} اوراق نخواهد شد (مگر وقتی که نکول ناشر رخ داده باشد که مستلزم بازخرید اوراق است).

۳-۴-۲. اولویت‌بندی^{۳۲}

دارندگان صکوک بدون سررسید معمولاً در مقایسه با سایر طلبکاران ممتاز ناشر، در اولویت بازپرداخت پایین‌تری قرار دارند. در صورت انحلال^{۳۳} شرکت ناشر، صکوک بدون سررسید به‌عنوان یک بدهی بدون اولویت معمولی محسوب شده اما نسبت به سهام عادی و سهام ممتاز شرکت ناشر از اولویت بالاتری برخوردار است.

۳-۴-۳. اختیار بازخرید^{۳۴}

اکثر صکوک بدون سررسیدی که منتشر می‌شود دارای شرط (اختیار) بازخرید به نفع ناشر^{۳۵} است؛ بدین معنا که به ناشر (و نه سرمایه‌گذار^{۳۶}) این اجازه و اختیار را می‌دهد که پس از گذشت مدت‌زمان معینی بتواند اوراق خود را بازخرید کند؛ خاطر نشان می‌شود ناشر هیچ‌گونه تعهدی مبنی بر بازخرید اوراق نداشته و صرفاً با توجه به شرایط، حق و اختیار بازخرید اوراق را دارد. اکثر این اوراق معمولاً بعد از پنج سال قابل بازخرید

می‌باشند؛ بدین معنا که ناشر صکوک می‌تواند اوراق را به قیمت معین و در تاریخ مشخص، بازخريد کند.

۳-۴-۴. جذب زیان بالقوه^{۳۷}

یکی از ویژگی‌های صکوک بدون سررسید این است که این نوع صکوک از طلبکاران با اولویت‌تر ناشر حفاظت کرده و یک ضربه‌گیر برای جذب زیان‌های بالقوه ناشی از فعالیت‌های ناشر محسوب می‌شود. ماهیت صکوک بدون سررسید غالباً به‌عنوان حقوق صاحبان سهام شناخته می‌شود تا بدهی ناشر؛ بنابراین به ناشران این اجازه را می‌دهد که این اوراق را به‌عنوان سرمایه (و نه بدهی) در ترازنامه خود قرار دهند. این کار موجب می‌شود نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت کاهش یابد. این ویژگی بانک‌های اسلامی را تشویق می‌کند که صکوک بدون سررسید را منتشر کنند تا به آن‌ها کمک کند که الزامات کفایت سرمایه مقررات بازل سه^{۳۸} را رعایت کنند. ساختاردهی صکوک بدون سررسید می‌تواند با هدف افزایش کیفیت سرمایه رکن اول (Tier 1) بازل با رعایت شرایط کلیدی زیر که توسط کمیته بازل تصریح شده است، صورت پذیرد (Basel Committee on Banking Supervision, 2011, p. 15-17):

- دارای اولویت پایین‌تر نسبت به سپرده‌گذاران، طلبکاران عمومی و سایر دارندگان بدهی بدون اولویت بانک باشند (یعنی صرفاً نسبت به سهام عادی اولویت بالاتری داشته باشند).
- جذب زیان‌ها به‌صورت مداوم صورت پذیرد.
- تضمین بانک یا هر نهاد حقوقی مرتبط را که می‌تواند سبب تقویت اولویت این نوع بدهی در برابر طلبکاران بانکی شود، نداشته باشد.
- ذاتاً بدون سررسید باشد (یعنی بدون تاریخ سررسید و تاریخ بازپرداخت زمان‌بندی شده) و شرایطی که انگیزه برای بازخريد ایجاد کند نداشته باشد.
- ممکن است بعد از حداقل پنج سال با رعایت یکسری شرایط، قابل بازخريد از سوی بانک باشد:
 - برای اعمال اختیار خرید بانک باید تأییدیه نهاد ناظر را دریافت کند.
 - بانک نباید اقدامی کند که سبب ایجاد انتظار برای اعمال بازخريد شود.

- هر بازپرداخت اصل (بابت بازخرید اوراق) باید با تأیید نظارت قبلی باشد.
- کوپن / سود نقدی کاملاً اختیاری و غیرتجمعی باشد.
- توزیع سود باید مرتبط با رتبه‌بندی اعتباری بانک باشد.
- ابزارها نمی‌توانند سبب افزایش بدهی‌ها به بیش از دارایی‌ها شود.
- بانک و نهادهای مرتبط با بانک نمی‌توانند ابزار را خریداری کنند.
- ابزار می‌تواند به‌طور غیرمستقیم از طریق نهاد واسط^{۳۹} منتشر شده و عواید باید فوراً در دسترس ناشر قرار گیرد.

۳-۴-۵. سود افزاینده^{۴۰}

صکوک بدون سررسید شبیه ساختارهای متعارف صکوک، منابع درآمدی ثابت و قابل پیش‌بینی را ارائه می‌کند که از ابتدا به‌صورت نرخ سود ثابت پرداخت می‌شود. با این حال، بعد از فرارسیدن اولین تاریخ فراخوان جهت بازخرید^{۴۱}، صکوک بدون سررسید منتشره توسط شرکت‌ها^{۴۲}، عموماً دارای ویژگی سود فزاینده هستند؛ بدین معنی که نرخ سود پس از فراخوان مورد تجدید نظر و افزایش قرار گرفته تا با افزایش هزینه مالی ناشر، این انگیزه را در وی ایجاد کند که اختیار خرید خودش را در تاریخ فراخوان اول اعمال نماید.

۳-۴-۶. تأخیر در پرداخت سود^{۴۳}

صکوک بدون سررسید دارای انواع متفاوتی از ریسک است. شاید این‌گونه تصور شود که دوره صکوک بدون سررسید آن‌قدر طولانی است که امکان بروز ریسک اعتباری کم است، اما با گذشت زمان، ناشران صکوک - شامل دولت‌ها و شرکت‌ها - ممکن است دچار مشکلات مالی شده و نتوانند تعهدات مالی خود را ایفا کنند و حتی ورشکست شوند. بنابراین انتظار می‌رود ناشر باید این توانایی را داشته باشد تا پرداخت سود را بدون نکول کردن به تعویق بیندازد. حالت‌های متفاوت حق تأخیر در پرداخت سود می‌تواند به‌صورت تعویق اختیاری در مقابل اجباری و همچنین جمع‌شونده^{۴۴} (سود معوق تجمیع شود) در مقابل غیر جمع‌شونده باشد.

۳-۵. مورد کاوی انتشار صکوک بدون سررسید در کشورهای اسلامی

همان‌طور که توضیح داده شد، صکوک مادام‌العمر به دو صورت قابلیت انتشار دارد.

حالت اول توسط بانک‌های اسلامی صورت می‌پذیرد که بیشتر برای رعایت الزامات مقررات بازل سه است. در حالت دوم شرکت‌ها برای تأمین مالی خود صکوک بدون سررسید را منتشر می‌کنند. در ادامه یک مورد از صکوک‌های منتشرشده توسط بانک‌های اسلامی و یک مورد صکوک‌های انتشاریافته توسط شرکت‌ها مورد کاوی خواهد شد.

۳-۵-۱. بررسی موردی صکوک مادام‌العمر منتشره توسط بانک اسلامی

در ۱۴ ژانویه ۲۰۱۵ بانک اسلامی دبی^{۴۵} یک میلیون دلار صکوک مادام‌العمر خود را که مطابق با قوانین بازل سه طراحی شده بود، منتشر کرد. هر چند که در ابتدا نرخ سود اولیه مورد انتظار در حدود ۷ درصد تخمین زده شده بود، تقاضای بالا منجر به تعیین نرخ ۶.۷۵ درصدی گردید. عواید خالص صکوک رکن یک^{۴۶} به روش مضاربه توسط بانک اسلامی دبی (به‌عنوان مضارب) به‌صورت پیوسته در فعالیت‌های کسب‌وکار عمومی‌اش سرمایه‌گذاری می‌شد. مشخصات انتشار این اوراق در جدول ۲ آمده است (DIB Tier 1 Sukuk Prospectus, 2016).

جدول ۲. مشخصات صکوک بدون سررسید بانک اسلامی دبی

ناشر	DIB Tier 1 Sukuk 2 Ltd
فعالیت اولیه ناشر	بانکداری تجاری و خرده‌فروشی، بانکداری شرکتی، دارایی واقعی و قراردادهای مالی، سرمایه‌گذاری بانکی و خزانه
حجم انتشار	۱ میلیارد دلار
تاریخ انتشار	۲۰ ژانویه ۲۰۱۵ (۳۰ دی ۱۳۹۳)
نرخ بازده	۶.۷۵ درصد به‌صورت سالانه که هر ۶ ماه پرداخت می‌شود
مدت زمان	مادام‌العمر، بعد از ۶ سال قابل بازخرید
دارایی مشخص شده	مجموعه قراردادهای مضاربه بانک
دلیل انتشار	افزایش رتبه دارایی‌های سرمایه‌ای بانک اسلامی دبی
رتبه‌بندی	بدون رتبه‌بندی
درج شده	در بورس اوراق بهادار ایرلند و نزدک دویی

۳-۲. بررسی موردی صکوک مادام‌العمر منتشر شده توسط شرکت‌ها

شرکت هواپیمایی برهاد^{۴۷} در ۳۱ مارس ۲۰۱۶ صکوک مادام‌العمر خود را بر پایه قراردادهای مشارکت و مساومه منتشر کرد. با وجود اینکه قرارداد مشارکت ویژگی‌های حقوق صاحبان سرمایه و بدون سررسید بودن را دارا هست، قرارداد مساومه پرداخت‌های منظم و ثابت به دارندگان صکوک را تضمین می‌کند. در جدول ۳ مشخصات انتشار این صکوک توضیح داده شده است.

جدول ۳. مشخصات صکوک بدون سررسید شرکت هواپیمایی برهاد

ناشر	شرکت هواپیمایی برهاد
فعالیت اولیه ناشر	فعالیت‌های مرتبط با صنعت حمل‌ونقل هوایی
حجم انتشار	۱.۵ میلیارد رینگیت
قرارداد شرعی	مشارکت و مساومه
زمان بندی پرداخت سود	۶ ماهه
مدت زمان	مادام‌العمر
دلیل انتشار	تأمین مالی حداقل سرمایه کاری و نیازهای دیگر سرمایه‌گذاری شرکت
رتبه بندی	بدون رتبه بندی
درج شده	بدون درج

۴. تحلیل فقهی صکوک مادام‌العمر

به نظر می‌رسد صکوک ترکیبی در شکل صکوک مادام‌العمر در مقایسه با سایر صکوک‌های متعارف، دارای ساختار پیچیده تری هستند. در تحلیل فقهی صکوک مادام‌العمر لازم است موارد زیر از منظر شرعی مورد بررسی و دقت نظر قرار گیرد: نامعین بودن دوره سررسید، تأخیر در پرداخت سود یا توزیع دوره‌ای آن، ساختار اولویت بندی در پرداختی‌ها و اختیار بازخرید برای ناشر (Malaysia Airlines Berhad) (Perpetual Sukuk Prospectus, 2016).

۴-۱. تحلیل فقهی عدم تعیین سررسید^{۴۸} در صکوک مادام‌العمر

صکوک مادام‌العمر سررسیدی ندارد و تنها ممکن است ناشر اوراق این حق و اختیار را داشته باشد که پس از گذشت یک دوره زمانی مشخص (معمولاً پنج سال)، اوراق را بازخرید کند. در صکوک مادام‌العمر به‌طور معمول از قراردادهای مضاربه^{۴۹} و مشارکت^{۵۰}

برای شکل‌دهی شراکت^{۵۱} و مالکیت^{۵۲} میان ناشران و سرمایه‌گذاران در یک پروژه یا کسب‌وکار معین استفاده می‌شود. سؤالی که اینجا مطرح می‌شود این است که آیا به لحاظ شرعی داشتن سررسید برای صحت این قراردادها ضروری است یا همان‌طور که از اسم این اوراق مشخص است، مادام‌العمر بودن آنها از نظر شریعت صحیح است. فقهای شریعت اهل سنت اختلاف دیدگاهی در تعیین دوره مشخص برای قرارداد مضاربه دارند. ابن قدامه^{۵۳} (۱۹۹۴) برای مثال عنوان می‌کند که در قرارداد مضاربه نباید دوره سررسید مشخص شود؛ زیرا تعیین سررسید هدف قرارداد را نقض کرده و آن را از اعتبار ساقط می‌کند (Ibn Qudamah, 1994, p. 153). از سوی دیگر، بر طبق نظر فقهای حنفی، طرفین قرارداد مجاز هستند که یک دوره مشخصی برای قرارداد مضاربه مشخص نمایند که در این صورت ماهیت قرارداد الزام‌آور خواهد بود و مضاربه پس از اتمام دوره زمانی، منحل خواهد شد (AL-Musili, 2015, p. 3-25). سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) نیز مقرر داشته است که طرفین قرارداد مضاربه ممکن است دوره سررسید معینی را برای مضاربه مشخص نمایند که در این صورت چنین توافقی قرارداد مضاربه را لازم‌الاجرا خواهد ساخت تا زمانی که دوره زمانی به اتمام برسد (AAOIFI, 2015, Standard No.13 (3/4)). مبتنی بر نظر اکثر فقهای مذاهب اسلامی و سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، الزامی به تعیین دوره سررسید در قرارداد مضاربه نیست، ولی اگر شرط دوره سررسید در نظر گرفته شد، قرارداد مضاربه و شرایط و ضوابط آن برای طرفین لازم‌الاجراست. به‌طور مشابه، در مورد قرارداد مشارکت نیز فقهای اهل تسنن باور دارند تعیین دوره سررسید شرط صحت قرارداد نیست (Nawawi, 2005, p. 271). همچنین طبق استاندارد شرعی شماره ۱۲ خود بیان می‌دارد در قرارداد مشارکت الزام شرعی برای تعیین دوره سررسید وجود ندارد (AAOIFI, 2015, Standard No.12). جمع‌بندی اینکه بر اساس نظر فقهای اهل تسنن، هیچ الزام شرعی برای مشخص نمودن تاریخ سررسید در قراردادهای مشارکت و مضاربه وجود ندارد و این دو قرارداد جهت طراحی صکوک مادام‌العمر مناسب هستند.

در ادامه تعیین قید مدت در قراردادهای مشارکت و مضاربه از منظر فقه امامیه مورد بررسی قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه مضارب در عقد مضاربه ملزم به انجام تعهد معاملات تجاری است، مدت‌زمانی که مضارب اختیار چنین عملی را پیدا می‌کند، قابل توجه است. از منظر فقه امامیه مضاربه عقد مضاربه را از حیث مدت می‌توان به دو قسم تقسیم نمود: یا در مضاربه برای تجارت مدت معین شده یا مدت معین نشده است. چنانچه ماده ۵۲۲ قانون مدنی به این مورد اشاره نموده که از دیدگاه قانون‌گذار، تعیین مدت در عقد مضاربه برخلاف نظر برخی از فقیهان امامیه شرط صحت مضاربه نیست و تعیین مدت در عقد مضاربه موجب لزوم مضاربه نمی‌شود. یعنی همان‌طور که عقد مضاربه بدون تعیین مدت، عقدی جایز است با تعیین مدت نیز به جواز خود باقی است و در نتیجه هریک از طرفین هر وقت بخواهد می‌تواند آن را فسخ کند و تعیین مدت مانع از فسخ مضاربه نیست (علامه حلی، ۱۴۱۸ق، ج ۲، ص. ۳۳۲؛ محقق حلی، ۱۴۱۸ق، ج ۱، ص. ۱۴۶)؛ بنابراین تنها اثری که برای تعیین مدت در مضاربه می‌توان در نظر گرفت این است که با انقضای مدت، مضاربه خودبه‌خود منتفی گردیده و از بین می‌رود و در نتیجه عامل بعد از انقضای مدت حق تصرف در سرمایه را نداشته و نمی‌تواند به تجارت خود ادامه بدهد (شهید ثانی، ۱۴۱۲ق، ج ۱، ص. ۳۸۱؛ محقق اردبیلی، ۱۳۷۹، ج ۱۰، ص. ۲۴۱). در حالی که اگر در مضاربه مدت معین نشده باشد، مضاربه به قوت و اعتبار خود باقی خواهد بود مگر اینکه یکی از اسباب انحلال قهری مانند فوت، جنون، سفه و ... رخ بدهد یا با اراده یکی از طرفین عقد، فسخ گردد.

به‌طور مشابه در عقد مشارکت نیز بنابر جایز بودن عقد، از منظر فقه امامیه تعیین مدت در عقد، الزام‌آور نیست؛ از این‌رو، هریک از شرکا هر زمان که بخواهد می‌تواند عقد را فسخ کند. البته در صورت عدم فسخ، تصرف در مال مشترک، بعد از پایان اجل، منوط به اجازه جدید است (نجفی، ۱۳۶۲، ج ۲۶، صص. ۳۰۷-۳۰۸).

در عقد وکالت نیز طبق نظر مشهور فقها این امکان وجود دارد که ضمن عقد خارج لازم، امکان عزل وکیل و فسخ قرارداد سلب شود که اصطلاحاً وکالت بلاعزل نامیده می‌شود. بنابراین در صکوک وکالت بدون سررسید، بانی در جایگاه وکیل می‌تواند در فعالیت اقتصادی به مدت نامحدودی فعالیت داشته باشد کما اینکه این امکان وجود

دارد که در عقد وکالت بانی یا سرمایه‌گذار اختیار فسخ وکالت را داشته باشد. ماده ۶۷۹ قانون مدنی نیز بیان می‌دارد: «موکل می‌تواند هر وقت بخواهد وکیل را عزل کند، مگر اینکه وکالت وکیل و یا عدم عزل در ضمن عقد لازمی شرط شده باشد».

همان‌طور که اشاره شده صکوک بدون سررسید هم توسط بانک‌ها و هم نهادها و شرکت‌های خصوصی و دولتی قابل انتشار است. هدف بانک‌ها از انتشار این نوع صکوک، رعایت الزامات سرمایه‌ای رکن اول مازاد است که طبق استاندارد بازل ۳ و IFSB-15، ماهیت ابزارهای مورد استفاده در این رکن، به نوعی ماهیت مشارکتی است و به همین خاطر تأکید استاندارد ۱۵ هیئت خدمات مالی اسلامی نیز بر ابزارهای مبتنی بر عقود مشارکتی است. اما برای طراحی صکوک بدون سررسید شرکتی، محدودیتی برای استفاده از ابزارهای مبتنی بر عقود مبادله‌ای نیست، منوط به اینکه از نظر شرعی امکان عدم تعیین سررسید این ابزارها وجود داشته باشد. صکوک مبتنی بر عقود مبادله‌ای عبارت‌اند از: صکوک مرابحه، صکوک اجاره، صکوک سفارش ساخت، صکوک سلف، صکوک خرید دین یا رهنی و صکوک منفعت و عقود پایه این صکوک عبارت‌اند از: بیع (برای صکوک مرابحه، سلف، خرید دین و رهنی)، اجاره (برای صکوک اجاره و منفعت) و استصناع (برای صکوک استصناع).

در مورد بیع ذکر اجل در عقد برای مبیع یا بهای آن صحیح است؛ لیکن باید معین باشد به گونه‌ای که راهی برای افزایش یا کاهش در آن وجود نداشته باشد. در غیر این صورت، معامله باطل است (نجفی، ۱۳۶۲، ج ۲۳، صص. ۹۸-۱۰۰). عقد اجاره نیز عقدی موقت است؛ بدین معنا که تملیک منافع برای مدت معین انجام می‌شود (نجفی، ۱۳۶۲، ج ۲۷، صص. ۲۰۵؛ خمینی، ۱۳۸۵، ج ۱، صص. ۵۲۶). فقهای مختلف، دیدگاه‌های متفاوتی در مورد عقد استصناع بیان کرده‌اند و این عقد را به عنوان مصداقی از بیع سلف، بیع مستقل، اجاره، قرارداد مستقل و یا به عنوان قرارداد صلح صحیح دانسته‌اند (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، صص. ۳۳۶-۳۴۴). کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ماهیت عقد استصناع را بیع مستقل یا عقد مستقل دانسته است (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷، جلسه شماره ۲۵). در مورد بیع تبیین شد که اجل باید معین باشد، اما اگر آن را عقد مستقل در نظر بگیریم در این صورت استصناع

عقدی است که به موجب آن، سازنده متعهد می‌شود کالای خاصی را در مدت معین ساخته و به سفارش‌دهنده تحویل نماید و سفارش‌دهنده نیز متعهد می‌شود در قبال آن، بهای مورد توافق را به سازنده بپردازد (هاشمی، ۱۳۷۸، ص. ۱۷)؛ بنابراین مدت قرارداد ساخت معین خواهد بود. جمع‌بندی اینکه در عقود مبادله‌ای ذکر شده، تعیین مدت موضوعیت داشته و عدم ذکر آن سبب بطلان قرارداد می‌شود.

۴-۲. تحلیل فقهی تأخیر در توزیع مقدار سود دوره‌ای صکوک مادام‌العمر

یکی از ویژگی‌های صکوک مادام‌العمر که باعث می‌شود شبیه حقوق صاحبان سهام محسوب شود این است که در این نوع صکوک، امکان تأخیر در پرداخت سود دوره‌ای به دارندگان اوراق وجود دارد. با توجه به این نکته، ناشر^{۵۰} ممکن است بنا به صلاحدید، تمام یا بخشی از پرداختی‌ها را در زمان مقرر یعنی در مقاطع سررسید دوره‌ای پرداخت کند و یا اینکه پرداختی‌ها را با اعلان قبلی به دارندگان صکوک، به تأخیر بیندازد. تعویق تاریخ توزیع سود دوره‌ای نباید واقعه انحلال مضاربه یا مشارکت را منجر شود.

بر اساس احکام شرعی، در قراردادهای مضاربه و مشارکت، همه شرکا حق دریافت سود محقق شده را در زمان توزیع سود دارا می‌باشند. تعیین سهم هر یک از شرکا از مقدار سود محقق شده باید به‌طور مشخص بیان شده و در زمان انعقاد قرارداد مورد توافق شرکا قرار گیرد و هنگامی که سود محقق می‌شود، سود باید به نسبت از قبل تعیین شده بین شرکا توزیع شود (نجفی، ۱۳۶۲، ج ۲۶، ص. ۳۶۴؛ خمینی، ۱۳۸۷، ج ۱، ص. ۵۵۸). در صورتی که شرکا در هنگام عقد قرارداد و قبل از شروع پروژه با یکدیگر توافق کنند که ناشر این حق را دارد که بنابر تشخیص خود سود را در هنگام تحقق پرداخت کند و یا اینکه آن را به تأخیر بیندازد، در این صورت تأخیر در پرداخت سود محقق شده به دیگر شرکا، مخالف مقتضای عقد نیست و چنین شرط ضمن عقدی اگر مورد توافق طرفین قرارداد باشد، بر اساس حدیث «المسلمون (المؤمنون) عند شروطهم» از نظر شرعی صحیح است. استاندارد شرعی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) در مورد تعویق سود در قرارداد مشارکت این‌گونه عنوان می‌کند:

«این امکان وجود دارد - بر اساس قوانین و مقررات مؤسسه و یا تصمیم شرکا - سود شرکت توزیع نشود. همچنین این اجازه به ناشر داده می‌شود که به صورت دوره‌ای نسبت مشخصی از سود به عنوان ذخیره انحلال^{۵۶} یا ذخیره برای جبران زیان سرمایه‌ای^{۵۷} (ذخیره ریسک سرمایه‌گذاری) یا به عنوان ذخیره برابری سود^{۵۸} کنار گذاشته شود» (AAOIFI, 2015, Standard No.12).

۴-۳. تحلیل فقهی اولویت بندی پایین تر^{۵۹} صکوک مادام‌العمر

در ساختار صکوک مادام‌العمر این اصل وجود دارد که طلب دارندگان چنین صکوکی در رتبه پایین‌تری برای پرداخت قرار دارند؛ بدین صورت که در مواقع ضرر و زیان، هیچ‌گونه اجباری برای پرداخت سود این‌گونه صکوک وجود ندارد و پرداخت سود آنها پس از پرداخت بدهی‌های با اولویت خواهد بود، ولی در مقایسه با پرداخت سود سهام، سود صکوک مادام‌العمر در رتبه بالاتری قرار دارد و باید زودتر پرداخت بشود.

از منظر فقهی، رابطه حقوقی - حسابداری دارندگان اوراق با شرکت ناشر را می‌توان به دودسته کلی تقسیم نمود. رابطه شرکت با برخی دارندگان اوراق، رابطه بدهکار - بستانکار است که در اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای بدین صورت است. اما رابطه شرکت با برخی دارندگان اوراق رابطه شریک با شریک (صکوک مشارکت) یا عامل با صاحب سرمایه (صکوک مضاربه) است. از منظر فقهی و حقوقی، شرکت در پرداخت تعهدات خود، اولویت و تقدم را باید به اوراقی بدهد که مبتنی بر عقود مبادله‌ای بوده و شرکت بدهکار محسوب می‌شود. پس از ادای این دین، نوبت به طلبکارانی می‌رسد که رابطه‌شان با شرکت مبتنی بر مالکیت و بر اساس عقود مشارکتی است. حال ممکن است بین دارندگان اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی نیز اولویت در پرداخت تعهدات باشد. آیا چنین اولویت‌بندی بین دارندگان چنین اوراقی از نظر شرعی صحیح است؟

بر اساس نظر فقیهان اهل تسنن، در مورد صکوک مادام‌العمر مشارکت، اساساً این امکان وجود ندارد که یکی از شرکا در قرارداد مشارکت دارای اولویت پایین‌تری در برابر شریک دیگر باشد، یعنی یک شریک در دریافت جریان نقدی (یعنی سود مورد انتظار در تاریخ توزیع دوره‌ای و سرمایه در پایان) دارای تقدم باشد. بر اساس قاعده

«الربح علی ما اصطالحوا علیه، و الوضیعه علی المال» سود مشارکت بر مبنای توافق طرفین و تعلق زیان به نسبت سرمایه صورت می‌پذیرد. در مورد تسهیم سود و زیان در قرارداد مشارکت، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در سال ۲۰۱۵ در استاندارد شرعی شماره ۱۲ خود عنوان کرده است که تعیین درصد سود هر یک از شرکا نباید موقوف به زمان تحقق سود شود، بلکه باید در زمان انعقاد قرارداد مشارکت مشخص شود. با این حال، شرکا ممکن است متقابلاً توافق کنند درصد تسهیم سود را در تاریخ توزیع اصلاح کنند. همچنین یک شریک ممکن است در تاریخ توزیع، از دریافت بخشی از سود خود به نفع شرکای دیگر صرف نظر کند. در مورد زیان نیز اجماع فقهای اهل سنت این است که هر شریک در قرارداد مشارکت باید فقط به نسبت سرمایه‌اش میزان زیان احتمالی را تقبل کند که این بیان فقها به صورت تلویحی اشاره دارد به این که برخی از شرکا مجاز نیست اولویت مشروط در تقبل زیان نسبت به دیگر شرکا داشته باشند و زیان تنها توسط یک شریک یا بخشی از شرکا تقبل شود؛ بنابراین هیچ شریکی نمی‌تواند در اولویت پایین‌تری قرار گیرد تا زیان بیشتری جذب کند. با این وجود، هر شریکی می‌تواند داوطلبانه و بدون شرط پیشینی زیان را در زمان وقوع تقبل کند که در استاندارد شرعی شماره ۱۲ AAOIFI نیز بدان اشاره شده است:

«مجاز نیست یک شریک یا گروهی از شرکا مسئولیت کل زیان یا درصدی از زیان وارده به میزان بیش از سهم‌الشرکه‌شان در مشارکت را تقبل کنند. با این وجود، اگر یک شریک بدون هیچ شرط قبلی، در زمان بروز زیان، تقبل نماید که زیان را متحمل شود، چنین اقدامی از نظر شرعی اشکالی ندارد» (AAOIFI, 2015, Standard No.12)

با این وجود بسیاری از فقیهان معاصر اهل تسنن به دارندگان صکوک با اولویت این اجازه را می‌دهند که در دریافت سود و سرمایه نسبت به دارندگان صکوک بدون اولویت، مخصوصاً در مورد صکوک رکن ۱ و ۲ بازل، دارای تقدم باشند. در این حالت، دارندگان صکوک بدون اولویت با دادن حق تقدم به دارندگان صکوک با اولویت در دریافت سود و اصل، از حقتشان صرف نظر می‌کنند. به عنوان نمونه، شورای مشورتی شریعت کمیسیون بورس اوراق بهادار مالزی، مصوبه‌ای را راجع به تعویق توزیع سود به دارندگان صکوک بدون اولویت منتشر کرده است که طی آن شورای مشورتی عنوان

کرده است که تعویق توزیع سود به دارندگان صکوک بدون اولویت بر اساس سیره و مبتنی بر مفهوم اسقاط حق^{۶۰} و تراضی^{۶۱} میان دارندگان صکوک با اولویت و بدون اولویت مجاز و صحیح است؛ بدین صورت که:

الف) اگر قرارداد مشارکت میان دارندگان صکوک با اولویت و بدون اولویت وجود داشته باشد، مفهوم اسقاط حق کاربرد دارد.

ب) اگر قرارداد مشارکت میان دارندگان صکوک با اولویت و بدون اولویت وجود نداشته باشد، مفهوم تراضی میان آنها کاربرد دارد (Securities Commission Malaysia, 2016, p. 5).

از منظر فقه امامیه به مقتضای اصل اولی شرکت، زیان برحسب سرمایه تقسیم می‌شود، اما اگر ضمن عقد شرط کنند ضرر احتمالی را یک یا چند نفر از شرکا جبران کنند اشکالی ندارد (موسوی خمینی، بی تا، ج ۲، ص. ۲۵۱، سؤال ۲۰). حضرت امام خمینی (ره) در جواز تعهد ضرر احتمالی در قرارداد شرکت، می‌فرماید: «اگر قرار بگذارند که همه استفاده را یک نفر ببرد صحیح نیست، ولی اگر قرار بگذارند که تمام ضرر یا بیشتر آن را یکی از آنان بدهد، شرکت و قرارداد هر دو صحیح است» (خمینی، ۱۳۸۷، ج ۲، ص. ۲۵۷، مسئله ۲۱۴۷). البته برخی از فقها چنین شرط و قراری را باطل می‌دانند، هر چند معتقدند اصل شرکت صحیح است و اگر سود و زیانی حاصل شود، طبق سرمایه تقسیم می‌شود (همان). در قرارداد مضاربه، عامل امین است و اگر بدون افراط و تفریط او، هر نوع خسارتی رخ دهد، همه بر عهده مالک است و عامل ضامن نیست و اگر مالک شرط کند که عامل همان‌طور که در سود شریک می‌شود، در خسارت نیز شریک شود، در صحت چنین شرطی اختلاف نظر وجود دارد و قول معروف آن است که شرط باطل است. اما اگر شرط کند که در صورت وقوع خسارت، عامل کل یا بخشی از آن را از مال خودش جبران کند، چنین شرطی صحیح است و اگر در ضمن عقد خارج لازمی چون صلح باشد، لازم‌الوفاست (موسوی خمینی، ۱۳۸۵، ج ۱، ص. ۵۸۰، مسئله ۱۴؛ خمینی، ۱۳۸۷، ج ۲، صص. ۲۶۴-۲۷۲).

در مورد کیفیت تقسیم سود، اگر توافق خاصی بین شرکا نباشد، همانند زیان، سود نیز به نسبت سرمایه هر یک از شرکا تقسیم می‌شود، اما اگر کیفیت خاصی جهت

تقسیم سود شرط شود، تقسیم سود بر اساس توافق خاص جایز است (موسوی خمینی، ۱۳۸۵، ج ۱، ص. ۵۷۵، مسئله ۱۰)؛ یکی از این توافقات می‌تواند در مورد تقدم دریافت سود در صکوک با اولویت نسبت به صکوک بدون اولویت باشد؛ بنابراین ناشر می‌تواند پرداخت سود به اوراق بدون اولویت را تا دوره‌های بعد به تأخیر اندازد.

بحث اولویت‌بندی به‌منزله شرط ضمن عقد شرکت است و تا زمانی که مخالف کتاب و سنت و مقتضای عقد نباشد، اشکالی ندارد. بنابراین این امکان وجود دارد که دارندگان صکوک بدون اولویت (مانند دارندگان صکوک مادام‌العمر) نسبت به دارندگان صکوک با اولویت شرکت، اولویت در جذب و تقبل زیان و خسارت وارده داشته و همچنین دارای اولویت پایین‌تری در دریافت سود باشند. این اولویت‌بندی در قالب اسقاط حق^{۶۲} قابل توجیه است؛ بدین معنا که برخی شرکا در شرایط خاصی از حق خود جهت دریافت سود صرف‌نظر کنند. مشهور فقهای امامیه برای حق در مقایسه با حکم سه ویژگی را برشمرده‌اند: الف) اسقاط‌پذیری حق؛ ب) نقل‌پذیری حق؛ ج) انتقال‌پذیری حق (انصاری، ۱۴۱۰ق، ص. ۲۲۴؛ یزدی، ۱۳۷۸ق، ص. ۵۶؛ خوانساری، ۱۴۲۴ق، صص. ۱۰۷-۱۰۸). اولین و مهم‌ترین اثر و ویژگی حق، قابل اسقاط بودن آن است؛ بدین معنا که برای هر صاحب حقی، امکان اسقاط حقس وجود دارد. اسقاط‌پذیری حق، از مسلمات فقهی است و فقهای متقدم و متأخر در مورد آن اتفاق‌نظر دارند و تردید در آن وجود ندارد که از جمله دلایل آن می‌توان به سنت، اجماع و مقتضای مفهوم حق اشاره نمود و از نظر مشهور فقها فارق اصلی برای تمیز حق از حکم این سه ویژگی است؛ البته برخی فقها ویژگی‌های دیگری نیز برای تمایز اضافه نموده‌اند (محقق داماد، ۱۳۸۱، ص. ۲۸۷). فرض اصلی این است در هر حقی حداقل یکی از آثار سه‌گانه فوق وجود دارد، بنابراین اگر حقی قابل اسقاط، نقل‌وانتقال نباشد، دیگر آن از قبیل احکام خواهد بود (فروغی، ۱۳۹۱، ص. ۲).

اولین و مهم‌ترین اثر و ویژگی حق، قابل اسقاط بودن آن است؛ بدین معنا که برای هر صاحب حقی، امکان اسقاط حقس وجود دارد. این ویژگی از سوی مشهور فقها به‌عنوان ضابط اصلی در تمیز بین حق و حکم اشاره شده است و از مسلمات فقهی

است و فقهای متقدم و متأخر در مورد آن اتفاق نظر دارند و تردید در آن وجود ندارد. از جمله شهید اول در این باره آورده است:

«ضابط در حق این است که هر آنچه اسقاط آن جایز است پس آن حق است و آنچه این گونه نیست مانند تحریم ربا و بیع غرر حق نمی باشد» (شهید اول، بی تا، ص. ۴۳).
شیخ انصاری نیز در کتاب مکاسب در بحث مسقطات خیار مجلس می فرماید:
«قاعده مسلم آن است که برای هر صاحب حقی اسقاط حقیش می باشد» (انصاری، ۱۴۱۰ق، ص. ۲۲۸).

آیت الله حکیم نیز با اشاره به عبارت شیخ انصاری، آن را یک قاعده عقلی دانسته است (حکیم، بی تا، ص. ۸).

محقق اصفهانی نیز می فرماید:

«انصاف این است که هیچ موردی نمی یابیم که حق بودن آن مسلم و قطعی باشد و در قاب اسقاط بودن آن تردید شود» (غروی اصفهانی، ۱۴۲۵ق، ص. ۵۱-۵۲).
مشهور فقها درباره اسقاط حق اعتقاد دارند که از جمله ایقاعات است (شهید اول و ثانی، بی تا، ص. ۱۹۳). بنابراین اسقاط انشای یک طرفه است که تحقق آن نیاز به قبول طرف دیگر ندارد. در ادبیات حقوقی اسقاط حق با عنوان زوال حق طرح می گردد و بر دو قسم است: الف) زوال ارادی و ب) زوال قهری. اما اسقاط حق در واقع همان زوال ارادی حق است که در قلمرو ایقاع به عنوان یکی از اعمال حقوقی قرار می گیرد و به صاحب حق این اجازه ر می دهد از حق خود صرف نظر کند (کاتوزیان، ۱۳۸۵، ص. ۳۰۷).

۴-۴. تحلیل فقهی اختیار باز خرید در صکوک بدون سررسید

از نظر فقهی اگر باز خرید اوراق به معنای فسخ قرارداد و ابطال اوراق باشد، مبنای باز پرداخت، قیمت اسمی اوراق خواهد بود و اگر ضمن عقد لازم شرط شده باشد، از نظر مشهور فقها و قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران لازم الوفا است. اصطلاح فقهی مرتبط با شرط فسخ در قرارداد، خیار شرط است که عبارت است از اختیاری که در ضمن عقد برای یکی از طرفین عقد، هر دو یا شخص ثالثی قرار داده می شود تا بتوانند در مدت معینی معامله را فسخ کنند (نجفی، ۱۳۶۲، ج ۲۳، ص. ۶۲؛ شیخ انصاری، ۱۴۱۰ق، ج ۵، ص. ۱۱۱؛ موسوی خمینی، ۱۴۱۶ق، ج ۱، ص. ۴۷۷؛ قانون مدنی، ماده

۳۹۹). در صورتی که بانی صکوک بدون سررسید، اختیار بازخرید اوراق را پس از زمان مشخصی مثلاً پنج سال داشته باشد، بدین معنا خواهد بود که ناشر این حق و اختیار (و نه اجبار) را خواهد داشت که در زمان تعیین شده اوراق را بازخرید و معامله را فسخ نماید. در مورد عقود جایز مانند عقد مشارکت، مضاربه و وکالت که مبنای طراحی صکوک بدون سررسید هستند، طرفین هر زمان که بخواهند می توانند عقد را فسخ کنند. برای اینکه دارندگان صکوک بدون سررسید، حق فسخ نداشته باشند و اختیار فسخ بانی نیز صرفاً محدود به زمان مشخصی باشد، نمی توان در ضمن خود همان عقد، اختیار فسخ را سلب کرد؛ زیرا این شرط خلاف مقتضای عقد است و شرطی که خلاف مقتضای عقد باشد باطل بوده و اثری ندارد. همچنین عقد نسبت به شرط تقدم دارد فرد می تواند قرارداد را فسخ کند و وقتی قرارداد فسخ شد شرط آن از بین می رود؛ پس در صورتی که در ضمن خود عقد جایز، شرط عدم فسخ مقرر شود فایده ای مترتب نخواهد بود. برای التزام طرفین عقد جایز، راهکار این است که در ضمن یک عقد خارج لازم (مانند صلح) (موسوی خمینی، ۱۴۱۶ق، ج ۱، ص. ۷۱۰)، طرفین شرط کنند که حق فسخ دارندگان اوراق ساقط شده و حق فسخ بانی اوراق نیز صرفاً محدود به زمان مشخصی باشد.

اگر بازخرید اوراق قبل از سررسید به معنای خرید مجدد اوراق باشد، در این صورت ماهیت بازخرید، بسته به ماهیت فقهی عقد پایه هر اوراق متفاوت خواهد بود. در یک دسته بندی صکوک را می توان به سه دسته کلی زیر تقسیم نمود:

الف) **صکوک مبتنی بر دین مانند اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی.** ماهیت این اوراق، دین است و دارندگان اوراق مالکان مشاع دارایی دینی هستند، بنابراین بازخرید اوراق توسط بانی به معنای تنزیل دین توسط خود مدیون (بانی) است. طبق نظر فقیهان امامیه و مشهور فقیهان اهل سنت فروش دین حال یا مؤجل به خود مدیون در صورتی که ثمن حال باشد جایز است، چون مصداق بیع است و منعی از آن نشده است (موسوی، ۱۳۸۱، صص. ۷۵-۸۸؛ زحیلی، ۲۰۰۲، صص. ۲۰۵، ۲۰۶، ۲۰۸ و ۲۱۱؛ وزارت الاوقاف و الشئون الاسلامیه، ۱۴۱۴ق، صص. ۱۲۷-۱۲۸).

ب) **صکوک مبتنی بر دارایی عینی مانند اوراق اجاره، مشارکت، مضاربه، سلف.** در این اوراق دارندگان اوراق مالکان مشاع دارایی عینی هستند. به عنوان نمونه بازخرید اوراق اجاره توسط بانی، به معنای تملیک زودتر از موعد دارایی‌ای خواهد بود که قبلاً بانی به دارندگان اوراق فروخته و سپس اجاره به شرط تملیک کرده است. در اوراق مشارکت، بازخرید به معنای خرید سهم‌الشرکه دارندگان اوراق خواهد بود (کمپته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق مشارکت مصون از تورم). همچنین در اوراق مضاربه، بازخرید به معنای خرید موضوع مضاربه در تاریخ مشخص و به قیمت مشخص خواهد بود (دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه، ماده ۱۸).

ج) **صکوک مبتنی بر منافع و خدمات یک دارایی عینی مانند صکوک منفعت.** در این اوراق بازخرید به معنای خرید مجدد منافی خواهد بود که واگذار شده است که به معنای اتمام قرارداد منفعت خواهد بود.

خاطر نشان می‌شود در تمام این اوراق قیمت بازخرید می‌تواند به قیمت روز و یا از پیش تعیین شده باشد. البته باید توجه داشت بازخرید اوراق مبتنی بر دین باید به قیمت اسمی یا کمتر از آن باشد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به مباحث مطرح شده در این پژوهش، یکی از راه‌کارهای افزایش کارایی و ارتقای بازار سرمایه، افزایش تنوع ابزارهای مالی متناسب با اهداف، انگیزه و سلیقه مختلف ناشران و سرمایه‌گذاران است. تاکنون انواع مختلفی از صکوک در بازار سرمایه ایران منتشر شده است که عموماً دارای سررسیدهای کوتاه‌مدت تا میان‌مدت بوده است ولی تاکنون صکوک با سررسیدهای بلندمدت و حتی بدون سررسید منتشر نشده است. یکی از نوآوری‌های اخیر در بازار سرمایه کشورهای اسلامی، انتشار صکوک مادام‌العمر است که شرکت‌ها با هدف تأمین مالی و عموماً بانک‌های اسلامی با هدف تطابق با استانداردهای بازل ۳ به انتشار این اوراق مبادرت ورزیده‌اند.

این پژوهش ضمن معرفی صکوک مادام‌العمر، ویژگی‌ها و مزایای انتشار و بررسی موردی دو نمونه صکوک مادام‌العمر منتشره توسط شرکت‌ها و بانک‌های اسلامی، به تحلیل ابعاد فقهی چنین صکوکی پرداخته و مواردی چون نامعین بودن دوره سررسید،

تأخیر در پرداخت سود یا توزیع دوره‌ای آن و ساختار اولویت‌بندی در پرداخت‌ها از منظر مذاهب اهل سنت و مذهب امامیه را مورد بررسی قرار داده است. در صورت طراحی صکوک مادام‌العمر مبتنی بر عقود مشارکت یا مضاربه، عدم تعیین سررسید خللی در صحت قرارداد ایجاد نخواهد کرد. همچنین در مورد تأخیر در پرداخت سود یا توزیع دوره‌ای آن عنوان شد اگر شرکا در هنگام عقد قرارداد و قبل از شروع پروژه با یکدیگر توافق کنند که ناشر این حق را داشته باشد که بنا بر تشخیص خود سود را در هنگام تحقق پرداخت کند و یا اینکه آن را به تأخیر بیندازد، در این صورت تأخیر در پرداخت سود محقق شده به دیگر شرکا، مخالف مقتضای عقد نیست و چنین شرط ضمن عقدی اگر مورد توافق طرفین قرارداد باشد، از نظر شرعی صحیح است. همچنین در مورد ساختار اولویت‌بندی در دریافت سود یا تقبل زیان، جمع‌بندی این شد که بحث اولویت‌بندی به منزله شرط ضمن عقد شرکت است و تا زمانی که مخالف کتاب و سنت و مقتضای عقد نباشد، اشکالی ندارد. در واقع دارندگان صکوک بدون اولویت (مانند دارندگان صکوک مادام‌العمر) در شرط ضمن عقد حق دریافت سود را از خود ساقط کرده و می‌پذیرند که نسبت به دارندگان صکوک با اولویت، دارای اولویت پایین‌تری در دریافت سود باشند. همچنین تقدم در جذب زیان و خسارت وارده را نیز می‌پذیرند.

صکوک مادام‌العمر به دلیل نداشتن تاریخ سررسید و عدم نیاز به بازپرداخت اصل مبلغ اوراق توسط ناشر، دارای جذابیت فراوانی برای ناشران بخش خصوصی و بخش دولتی خواهد بود و انتشار چنین اوراقی به‌طور قطع با تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها، جذب بیشتر نقدینگی و بهبود وضعیت کفایت سرمایه بانک‌ها به توسعه و پیشرفت بازار صکوک ایران کمک شایانی خواهد نمود.

یادداشت‌ها

1. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)
2. Perpetual Sukuk
3. Perpetual Bonds/ Consol Bonds
4. Ellias et al
5. Perpetual Sukuk: A preliminary Shari'ah Assensment
6. CIBAFI (2016)
7. World Bank Group (2015)
8. International Shari'ah Research Academy (ISRA)

9. Islamic Capital Market: Principles & Practices
10. Sukuk: Principles & Practices
11. Convertible Sukuk
12. Exchangeable Sukuk
13. IIFM: International Islamic Financial Market
14. Hybrid Instrument
15. Debt
16. Equity
17. Hybrid Sukuk
18. Basel III
19. Tier 1
20. Abu Dhabi Islamic Bank (ABID)
21. Al-Marai Company
22. Tier 1 and 2
23. Contingent Convertible Bonds
24. General Council for Islamic Banks And Financial Institutions
25. Issuers
26. Investors
27. Divestment
28. Equity prices
29. Permanence /perpetuity
30. Return
31. Principal
32. Subordination /Ranking
33. Liquidation
34. Call option
35. Issuer
36. Investor
37. Loss Absorption
38. Basel III
39. SPV
40. Step-up Profit
41. Call Date

۴۲. غیر از بانک‌های اسلامی که صکوک بدون سررسید را جهت تطبیق با الزامات سرمایه‌ای رکن اول بازل ۳ منتشر کرده‌اند.

43. Profit Deferral
44. Cumulative
45. Dubai Islamic Bank (DIB)
46. Tier 1 Sukuk
47. Malaysia Airlines Berhad (MAB)
48. Indeterminate Maturity Period
49. Mudarabah
50. Musharakah
51. Partnership
52. Ownership
53. Ibn Qudamah
54. Periodic Distribution
55. Issuer

56. Solvency Reserve
57. Reserve for Meeting Losses of Capital
58. Profit Equalization Reserve
59. Structural Subordination
60. Tanazul (Waive of Rights)
61. Mutual Consent

۶۲. اسقاط حق، عملی است ارادی و در قلمرو اعمال حقوقی قرار می‌گیرد. این ویژگی اسقاط حق را از موارد زوال قهری آن جدا می‌کند، زیرا در دسته اخیر، اراده صاحب حق در از بین بردن آن دخالتی ندارد.

کتاب‌نامه

- اعتصامی، سید امیرحسین و سلیمانی، محمد (۱۳۹۶). بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید (با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی). تحقیقات مالی اسلامی. ۱۷ (۱). صص. ۱۶۳-۱۹۰.
- انصاری، مرتضی (۱۴۱۰ق). کتاب المکاسب. بیروت: مؤسسه النعمان.
- توحیدی محمد و یارمحمدی، رضا (۱۳۹۸). نوع‌شناسی و طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون. نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی. ۸ (۲۸). صص. ۴۱-۷۶.
- توحیدی، محمد و یارمحمدی، رضا (۱۳۹۶). بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان. تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی. حکیم (طباطبائی)، سید محسن (بی تا). نهج الفقاهه. چاپ اول، قم: انتشارات ۲۲ بهمن.
- خمینی بنی هاشم (۱۳۸۷)، توضیح المسائل مراجع. چاپ شانزدهم. قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
- خوانساری، آقاموسی (۱۴۲۴ق). منیه الطالب فی شرح المکاسب (تقریرات میرزای نائینی). چاپ دوم. قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- الزحیلی، وهبه (۲۰۰۲م). المعاملات المالیة المعاصرة. دمشق: دارالفکر.
- سروش، ابوذر (۱۳۸۶). بررسی صکوک اجاره. ماهنامه بورس. ش ۶۵.
- شهید اول و ثانی (بی تا). اللمعة الدمشقیة و الروضة البهیة. تصحیح و تحشیه: سید محمد کلانتر، بیروت: دارالعالم الاسلامی.
- شهید اول، محمد بن مکی (بی تا). القوائد و الفوائد. تحقیق: دکتر عبدالهادی حکیم، قم: منشورات مکتبه المفید.
- عاملی، شهید ثانی، زین الدین بن علی (۱۴۱۲ق). الروضة البهیة فی شرح اللمعة الدمشقیة. قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
- علامه حلی، حسن بن یوسف بن مطهر (۱۴۱۸ق). قواعد الأحکام فی معرفة الحلال و الحرام. قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- غروی اصفهانی (کمپانی)، محمد حسین (۱۴۲۵ق). حاشیه‌الکتاب المکاسب. الطبعة الاولى. قم: پایه دانش.

- فروغی، علیرضا (۱۳۹۱). آثار و ویژگی‌های حق از دیدگاه فقه امامیه و قانون مدنی. دو فصلنامه علمی - پژوهشی دانش حقوق مدنی. ۱ (۱). صص. ۱-۱۴.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۵). مقدمه علم حقوق و مطالعه در نظام حقوقی ایران. چاپ پنجاه و سوم. تهران: شرکت سهامی انتشار.
- کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۷). اوراق استصناع. جلسه شماره ۲۵. مجلس شورای اسلامی (۱۳۰۷). قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران.
- محقق حلی، جعفر بن حسن (۱۴۱۸ق). المختصر النافع فی فقه الإمامیه. قم: مطبوعات دینی.
- محقق داماد، سید مصطفی (۱۳۸۱). قواعد فقه بخش مدنی ۲. چاپ پنجم. تهران: سمت.
- محقق مقدس اردبیلی، احمد بن محمد (۱۳۷۹). مجمع الفائدة و البرهان فی شرح إرشاد الأذهان. قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- موسوی خمینی، روح الله (۱۳۸۵). تحریر الوسیله. تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (علیه السلام).
- موسوی خمینی، روح الله (بی تا). استفتانات جدید. ج ۲.
- موسوی خمینی، سید روح الله (۱۴۱۶ق). تحریر الوسیله. چاپ پنجم. قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
- موسوی، سید باقر (۱۳۸۱). خرید و فروش دین (تنزیل). اقتصاد اسلامی. ۲ (۷). صص. ۷۵-۸۸.
- موسویان، سید عباس (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی (۱). تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سید عباس و بهاری قراملکی، حسن (۱۳۹۱). مبانی فقهی بازار پول و سرمایه. تهران: دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
- نجفی، محمد حسن بن باقر (۱۳۶۲). جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام. بی جا، بیروت: دار احیاء التراث العربی.
- نظرپور، م.، و خزائی، ا. (۱۳۹۱). طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران. ش ۵۲. صص. ۱۸۳-۲۰۹.
- وزارت الأوقاف و الشؤون الإسلامية (۱۴۰۴ق). الموسوعة الفقهية الكويتية. چاپ دوم، کویت.
- هاشمی، سید محمود (۱۳۷۸). استصناع. فقه اهل بیت. شماره ۱۹-۲۰.
- هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۷). دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه. یزدی، سید محمد کاظم (۱۳۷۸ق). حاشیه السید. قم: دارالعلم.
- AAOIFI (2015). *Shariah Standards for Islamic Financial Institutions*. Bahrain: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
- Al-musili, 'Abdullāh ibn Maḥmūd (2015). "Al-Ikhtiyar li Ta'Til al-Mukhtar", Vol.3. Beirut: Dar al-Fikr al-Arabi
- Al-Nawawī, Yaḥyā ibn Sharaf. (2005). *Minhāj al-Tālibīn*. Lebanon: Dār al-Minhāj.

- Basel Committee on Banking Supervision (2010/2011). “*Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*”, Switzerland: Bank for International Settlements.
- CIBAFI (2016). “*Tier 1 and Tier 2 Capital Sukuk*”, Issue 3, General Council for Islamic Banks and Financial Institutions.
- DIB *Tier 1 Sukuk Prospectus* (2016). Retrieved from <https://www.sukuk.com/sukuk-new-profile/dib-tier-1-sukuk-2-ltd-3711/#/?playlistId=0&videoId=0>
- Ellias, M., Haron, M., Firdaus Kadir, A., & Salim, N. (2016). “Perpetual Sukuk: A Preliminary Shariah Assesment”, *ISRA international journal of islamic finance*. (1) 8.
- Ibn Qudamah (1994). *Al-Kafi*. Vol.2. Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyyah.
- IFSB (2013). IFSB-15: Revised capital adequacy standard for institutions offering Islamic financial services (excluding Islamic insurance/Takāful institutions and Islamic collective investment schemes), Islamic Financial Services Board.
- IIFM (2018). “Sukuk Report 2018”, International Islamic Financial Market.
- ISRA (2015). “Islamic Capital Market: Principles & Practices”, the International Shari’ah Research Academy for Islamic Finance.
- ISRA (2017). “Sukuk: principles and practices”, The International Shari’ah Research Academy for Islamic Finance
- Kothari, V. (2006). *Securitization the financial instrument of the future*. Wiley Finance.
- Malaysia Airlines Berhad *Perpetual Sukuk* (2016). Retrieved from https://fast.bnm.gov.my/fastweb/public/PublicInfoServlet.do?fileId=20160000010&fileName=REVISED%20PTC_LODGEMENT%20KIT.pdf&mode=DOWN_LOAD&dITbl=m&module=Facility
- Sairally, B.S., Muhammad, M. & Mustafa, M. M. (2013). “*Instruments for Meeting Capital Adequacy Requirements under Basel III: A Shariah Perspective*”, ISRA Research Paper No. 52/2013. Kuala Lumpur: International Shariah Research Academy for Islamic Finance.
- Securities Commission Malaysia (2016). Malaysian Islamic Capital Market Bulletin. Vol. 11, No. 1.
- World Bank Group (2015), *Basel III and Tier 1 Sukuk*, the World Bank Global Islamic Finance Development Center.
- Referenc**
- Allama Helli, Hasan Ibn-Yusuf Ibn-Motahar (1997), *Qawa'd al-Ahkam fi Ma'rifah al-Hilal wa al-Haram*, Qom: Islamic Publication Institute. (in Arabic)
- Al-musili, ‘Abdullāh ibn Maḥmūd (2015), *Al-Ikhtiyar li Ta’Til al-Mukhtar*, Vol.3. Beirut: Dar al-Fikr al-Arabi. (in Arabic).
- Al-Najafi, Muhammad Hasan (1984), *Jawāhir al-kalām fī sharḥ sharā’i’ al-islām*, Beirut: Dar 'Ihya' al-Turath al-'Arabi. (in Arabic).
- Al-Nawawī, Yaḥyā ibn Sharaf. (2005). *Minhāj al-Ṭālibīn*. Lebanon: Dār al-Minhāj. (in Arabic)
- Al-Zuhaili, Wahba (2002), *Contemporary Financial Transactions*, Damascus: Dar Al-Fekr. (in Arabic).
- Ansari, Morteza (1989), *Al-Makasib Book*, Beirut: Al-Noman Institute. (in Arabic).
- Board of Directors of the Securities and Exchange Organization of the Islamic Republic of Iran (2019), *the Regulations Governing the Issue of Mudarabah Sukuk*. (in Persian).

- Etesami, S., Soleimani, M. (2017). A Jurisprudential Review of Extendible Islamic Securities (with Emphasis on Participation Bonds, Leases, Morabehah, Exile and Islamic Treasury Documents). *Islamic Finance Research Bi-quarterly Journal*, 7(1), 163-190. doi: 10.30497/ifr.2017.2130. (in Persian)
- Foroughi, Alireza (2012). Effects and characteristics of law from the perspective of Imami jurisprudence and civil law. *Journal of Civil Law Knowledge*, 1(1), 1-14. (in Persian)
- Gharavi Esfahani (Kumpani), Mohammad Hossein (2004), *Notes on Al-Makasib*, 1th Edition, Qom: Payeh Danesh. (in Persian).
- Hakim (Tabatabaie), Seyed Mohsen (n.b), *Nahj Al-Faqaha*, 1th Edition, Qom: 22 Bahman Publication. (in Arabic).
- Hashemi, seyed Mahmood (2000), Istisna Contract, *Journal of Ahl al-Bayt Fiqh*, No. 19-20. (in Persian)
- Katozian, Nasser (2006), *Introduction to Law and Study in the Iranian Legal System*, 53th Edition, Tehran: Enteshar Co. (in Persian)
- Khansari, Musa (2003), *Monyah Al-Taleb fi Sahrh Al-Makaseb*, 2th Edition, Qom: Islamic Publishing Institute. (in Arabic).
- Komeini, Bani Hashem (2008), *Tawdih al-masa'il*, 16th Edition, Qom: Office of Islamic Publications affiliated with Qom seminary scholar's community. (in Persian).
- Kuwait Ministry of Awqaf and Islamic Affairs (1984), *Kuwaiti Encyclopedia of Fiqh*, 2th Edition, Kuwait. (in Arabic).
- Mohaghegh Ardabili (2001), *Majma Al-Faida and Al-Burhan*, Qom: Institute of Islamic Publication. (in Arabic).
- Mohaghegh Damad, Sayyed Mostafa (2002), *the Rules of Islamic Jurisprudence*, 5th edition, Tehran: Samt Publication. (in Persian)
- Muhaqiq al-Hili, Jaafar Ibn-hasan (1997), *al-Muqasir al-Nafi in the jurisprudence of the Imamate*, Qom: Religious press. (in Arabic)
- Musavi Khomeini, Ruhollah (1995), *Tahrir al-Vasilah*, 5th Edition, Qom: Office of Islamic Publications affiliated with the Society of Teachers of the Seminary of Qom. (in Persian)
- Musavi Khomeini, Ruhollah (2007), *Tahrir al-Vasilah*, Tehran: Institute for Organizing and Publishing the Works of Imam Khomeini (PBUH). (in Persian)
- Musavi Khomeini, Ruhollah (n,b), *New Questions on religious matters*, Second Volume.
- Musavi, Seyed Baqer (2002). *Buying and selling Al-Dayn* (Tanzil). *Islamic Economics*, 2(7), 75-88. (in Persian)
- Musavian, Seyed Abbas (2013), *Islamic capital market*, Qom: Research Institute for Islamic Culture and Thought. (in Persian)
- Musavian, Seyed Abbas and Bahari Gharamaleki, Hasan (2013), *Jurisprudential fundamentals of money and capital market*, Tehran: Imam Sadiq University. (in Persian)
- Nazarpoor, M., Khazaei, A. (2012). Study of the Issuing “ISTISNA' Sukuk” in the Stock Market. *Iranian Journal of Economic Research*, 17(52), 183-209. (in Persian).
- Shahid Al-thany, Zain Aldin Bin Ali (1991), *Al-Rawdah Al-Bahiyyah in Sharh Al-Lama'a Damascus*, Qom: Publication of Islamic Development Office of Qom Hawzah. (in Arabic)

- Shahid Avval, Mohamad Ibn Makki (n.b), *Al-Qawaed and Al-Fawaed*, Qom: Maktab Al-Mofid. (in Arabic)
- Shariah Board of Securities and Exchange Organization of Iran (2008), *Istisna Sukuk*, No.25 Session. (in Persian)
- Sorush, Aboozar (2007), Ijarah Sukuk, *Bourse Journal*, No.65. (in Persian)
- The Islamic Consultative Assembly (1928), *Civil Law of Islamic Republic of Iran*. (in Persian)
- Tohidi M, Yarmohammadi R. (2019), *Typology and classification of Islamic Securities (Sukuk) in terms of various criteria*. *mieaoi.*; 8 (28): 41-76. (in Persian).
- Tohidi, M and Yarmohammadi, R (2017), *Analytical study of Islamic securities market (Sukuk) in Iran and the world*, Tehran: Center for Research, Development and Islamic Studies. (in Persian).
- Yazdi, Seyed Mohammad Kazem (1959), *Hasheye al-seyed*, Qom: Dar al-elm Publication (in Persian)

