

## بررسی تطبیقی الزامات حاکم بر صکوک مرابحه و صکوک اجاره در نظام حقوقی ایران

همایون مافی<sup>۱</sup> / زینب فلاح تفتی<sup>۲</sup>

### چکیده

در نظام اقتصادی هر کشور، وجود دو بازار سرمایه و بازار پولی در جذب وجوه نقد سرمایه گذاران و تأمین مالی شرکت‌ها، مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی نقش بسزایی دارد. در ایران فعالیت بازار پولی با قدمت بسیار طولانی تری نسبت به بازار سرمایه، همواره بستر تعاملات و تأمین مالی فعالان اقتصادی را فراهم نموده؛ لیکن در سال‌های اخیر، تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ مجلس و شکل‌گیری ارکان جدید در بازار سرمایه همانند شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس، همچنین تأسیس بورسهای مختلف و فرابورس، سبب گردیده که بازار سرمایه نیز کانون توجه به منظور تأمین مالی فعالان اقتصادی قرار گیرد. بنابراین، مناسب است در راستای موفقیت هرچه بیشتر بازار سرمایه در جذب پس‌اندازها و وجوه مازاد اشخاص، ابزارهای مالی متنوعی طراحی گردد. صکوک اجاره و مرابحه که مرحله طراحی و تأیید شرعی را به عنوان ابزار مالی گذرانده‌اند و هم‌اکنون در سطح گسترده در بازار اولیه عرضه عمومی گردیده و در فرابورس، مورد نقل و انتقال قرار می‌گیرند، بایستی مرحله جدید را که ارزیابی و پایش قوانین و مقررات مرتبط است، بگذرانند. در این مرحله، بایستی به نقد و تحلیل مقررات به منظور اصلاح و تقویت ابزار مالی پرداخت که در این نوشتار، الزامات حاکم بر این دو نوع ابزار مالی را نقد و تحلیل می‌نمائیم.

**واژگان کلیدی:** صکوک، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، بان، نهاد واسط، بازار سرمایه.

**طبقه‌بندی موضوعی:** K31

۱. دکتری حقوق خصوصی، مدیر گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه مازندران

۲. دانشجوی دکتری حقوق، مشاور حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار

## مقدمه

در نظام اقتصادی سرمایه‌داری، اسلوب تأمین مالی با نرخ بهره ثابت بسیار متداول است و از ابزارهای بدهی تأمین مالی که مهمترین آن، اوراق قرضه است در سطح گسترده استفاده می‌شود (صالح آبادی، ۱۳۸۴). اما، مطابق اصول شرعی حاکم بر نظام اقتصادی اسلام، استفاده از اوراق قرضه به دلیل ربوی شناخته شدن آن، ممنوع است. دکتترین اسلامی، سرمایه‌گذاران را ترغیب می‌کند که در سود و زیان فعالیت‌های اقتصادی با یکدیگر شراکت نمایند (Wedderburn-day, 2010). برای گریز از تأمین مالی ربوی، اقتصاددانان اسلامی با استفاده از عقود مورد تأیید شرع مقدس اسلام مانند اجاره، بیع مرابحه، شرکت، جعاله، مضاربه، مزارعه و مساقات به طراحی ابزارهای مالی نوینی همت گماردند؛ به گونه‌ای که با طراحی ابزارهای مالی متنوع سعی در جذب سرمایه اشخاص مختلف اعم از ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز با انگیزه‌ها و سلیقه‌های مختلف نمودند. در سال‌های اخیر در کشورهای غربی نیز به منظور جذب سرمایه کشورهای اسلامی، به استفاده از انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی روی آوردند. صکوک نماد پیشرفت‌های جدید در بازار سرمایه جهانی بوده و این اوراق یکی از سریع‌ترین بخش‌های در حال رشد تأمین مالی است که توسط بسیاری از کارشناسان به عنوان ابداع نوین تأمین مالی اسلامی معرفی می‌گردد (Wan Yean, 2010). از جمله ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه کشورهای اسلامی، صکوک است که بر اساس تبدیل دارایی و اموال مادی به اوراق بهادار<sup>۱</sup> طراحی گردیده و اوراق بهادار مبتنی بر دارایی<sup>۲</sup> محسوب می‌گردد. صکوک جمع صک به معنای سند، مدرک و چک است (افوام البستانی، ۱۳۷۵) و معرب واژه چک در فارسی است. استفاده از واژه صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی<sup>۳</sup> پیشنهاد شد و بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۴</sup> مبادرت به معرفی چهارده نوع از صکوک نمود. استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان مذکور، صکوک را بدین نحو تعریف نموده 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 دارایی‌ها، منافع حاصل از اموال و همچنین ذی نفع در یک پروژه یا فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌باشد».

۱. تبدیل به اوراق بهادار کردن (Securitization) فرآیندی است که طی آن، دارایی از ترازنامه شخص حقوقی خارج شده و در مقابل جذب وجوه نقد از سرمایه‌گذاران همچنان امکان استفاده از دارایی وجود خواهد داشت. برای مطالعه بیشتر رجوع کنید به: «بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، نجفی، احمد، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵.

2. Asset base securities.

3. Islamic Development Bank

4. Accounting and Auditing for Islamic Financial Institution.

صکوک را می‌توان به دو دسته، صکوک غیرانتفاعی و صکوک انتفاعی تقسیم نمود. صکوک غیرانتفاعی صرفاً به اوراق قرض الحسنه اطلاق شده و صکوک انتفاعی نیز به دو بخش؛ صکوک با بازدهی ثابت، مشتمل بر اوراق مرابحه، اوراق اجاره، اوراق استصناع و اوراق جعاله و صکوک با بازدهی انتظاری مشتمل بر اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه و اوراق مساقات تقسیم می‌شود.

تاکنون از میان انواع مختلف صکوک در بازار سرمایه ایران؛ صکوک اجاره، صکوک مرابحه و اوراق مشارکت در تأمین مالی کلان بنگاه‌های اقتصادی کشور مورد استقبال گسترده قرار گرفته است؛ به نحوی که مراجع ذی‌صلاح واضح مقررات در بازار سرمایه نیز در راستای پاسخ به این نیاز حقوقی جهت تسهیل سرمایه‌گذاری و نظام‌مند کردن آن، ضوابط حقوقی مرتبط را تصویب نموده و به صورت مستمر با پیش بازخورد حقوقی و اقتصادی مقررات، به اصلاحات مقتضی مبادرت نمودند. غالب تحقیقات جامع اقتصادی و حقوقی حول محور بررسی وضعیت فقهی صکوک، تشریح شرعی بودن و امکان اجرایی معاملات آن در بازار سرمایه ایران متمرکز گردیده است.<sup>۱</sup> لیکن، در وضعیت کنونی که شرعی بودن صکوک در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار<sup>۲</sup> به تأیید رسیده و ماهیت حقوقی آن شناخته شده است، مسأله مهم در خصوص صکوک مختلف، مرحله وضع قوانین و مقررات مرتبط به منظور تعیین نحوه اجرای فرآیند مالی به شیوه مذکور در بازار سرمایه ایران و تحلیل و نقد آن مقررات جهت کارایی هر چه مطلوب‌تر در بازار سرمایه می‌باشد. بنابراین، در این نوشتار وضعیت حقوقی دو نوع صکوک اجاره و مرابحه در نظام حقوقی ایران را که بر مبنای شناسایی مفاهیم و مؤلفه‌های تشکیل‌دهنده این نوع ابزارهای تأمین مالی و همچنین انواع کاربردی آن استوار می‌باشد را در دو گفتار، مفاهیم و ارکان صکوک اجاره و مرابحه (گفتار نخست) و همچنین انواع و ضوابط آن (گفتار دوم)، تحلیل و تبیین می‌نماییم.

۱. برای مطالعه بیشتر رجوع کنید به: «بررسی فقهی-نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، احمدی حاجی آبادی، ۱۳۸۶ و «نظریه فقهیه الی صکوک الاجاره»، مبلغی، احمد، ۱۴۲۸ ه ق و «تحلیل ماهیت حقوقی اوراق (صکوک) اجاره»، قنواتی، جلیل و داوری لنگرودی، مرضیه، ۱۳۹۱.

۲. تشکیل و فعالیت کمیته تخصصی فقهی به استناد بند (۱۳) ماده (۷) قانون بازار و همچنین تشکیلات سازمان بورس مصوب ۸/۹/۸۵ هیئت وزیران با وظایفی از قبیل ارزیابی فقهی ابزارهای مالی جدید پیشنهادی برای استفاده در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس همچنین بررسی ابعاد فقهی مسائل بازار سرمایه تشکیل گردیده است.

### گفتار اول: مفاهیم و ارکان صکوک اجاره و مرابحه در نظام حقوقی ایران

در این گفتار در دو بخش به تحلیل مفاهیم صکوک مرابحه و اجاره همچنین ارکان فرآیند تأمین مالی از طریق صکوک می‌پردازیم.

#### ۱. مفاهیم صکوک اجاره و مرابحه

در ابتدا مفهوم دو اصطلاح صکوک اجاره و صکوک مرابحه را با مثالی در موردیکی از انواع کاربردهای مختلف این دو ابزار مالی تبیین می‌نماییم. سپس به تحلیل تعریف مقنن از این دو اصطلاح می‌پردازیم.

صکوک اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن، مالک مشاع دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به شخص مستأجر واگذار می‌شود. به عنوان مثال چنانچه یک شرکت حمل و نقل هوایی بین‌المللی نیاز به یک فروند هواپیمای جدید داشته باشد لیکن سرمایه لازم جهت خرید آن را نداشته باشد در این صورت یک نهاد مالی در راستای تأمین مالی، وارد گشته و با انتشار اوراق بهادار به جمع آوری وجوه اشخاص همت می‌گمارد. نهاد مالی در واقع واسطه مالی میان ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران هستند که وظیفه تسهیل فرآیند فی‌مابین را برعهده دارند (مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس، ۱۳۸۹). نهاد مالی به وکالت از سرمایه‌گذاران، اقدام به خرید یک فروند هواپیما می‌کند. سپس هواپیمای خریداری شده را به شرکت حمل و نقل هوایی اجاره می‌دهد. شرکت مذکور نیز اقدام به پرداخت اجاره بها به نهاد مالی به عنوان وکیل دارندگان صکوک اجاره می‌نماید تا وکیل نیز آن را به موجرین (دارندگان صکوک اجاره) پرداخت کند.

صکوک مرابحه اوراق بهاداری است که دارنده آن، مالک مشاع دارایی (طلب) است که بر اساس قرارداد مرابحه ایجاد می‌گردد. قرارداد مرابحه، بیعی است که فروشنده قیمت تمام شده مورد معامله اعم از ارزش مبیع، هزینه حمل و نقل، انبار و نگهداری و سایر هزینه‌ها را به اطلاع خریدار می‌رساند سپس درخواست مبلغ یا درصدی اضافه به عنوان سود خود از خریدار میکند (نجفی، ۱۴۱۲ ه.ق). بدین صورت که در مثال مذکور، چنانچه شرکت حمل و نقل هوایی علاوه بر تمایل نسبت به بهره‌مندی از منافع یک فروند هواپیما بخواهد که هواپیمای مذکور در ملکیت وی باشد می‌تواند از نهاد مالی بخواهد تا به گونه دیگری برای شرکت، تأمین مالی نماید. بدین ترتیب که با انتشار صکوک مرابحه به جمع آوری وجوه اشخاص پرداخته و هواپیما را به صورت نقدی خریداری نماید سپس به وکالت از دارندگان صکوک مرابحه، به انعقاد قرارداد بیع مرابحه نسبه با شرکت حمل و نقل هوایی مبادرت نماید. دارندگان صکوک مرابحه، طلب خود را از خریدار در مواعد تعیین شده در قرارداد مرابحه دریافت می‌کنند.

مفاهیم و حدود هر یک از ابزارهای مالی مذکور در مقررات حاکم بر بازار سرمایه تعیین گردیده است. در بند «الف» ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار که در تاریخ ۱۳۹۰/۸/۲۳ نیز اصلاحاتی بدان وارد شد، اوراق اجاره به شرح ذیل تعریف شده است:

«اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است.»

مواردی که از تحلیل حقوقی اصطلاح صکوک اجاره استنباط می‌شود به شرح زیر است:

- نخست: صکوک اجاره از مصادیق اوراق بهادار محسوب می‌گردد. صکوک اجاره با عنایت به مفهوم اوراق بهادار در بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۱، عبارت از هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین یا منفعت آن باشد. بنابراین، قابلیت نقل و انتقال جزء اوصاف ذاتی و ماهوی اوراق بهادار و ابزارهای مالی<sup>۲</sup> محسوب می‌شود و قید «قابل نقل و انتقال» در بند «الف» ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، زاید به نظر می‌رسد. از سوی دیگر، مقنن در بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار، مرجع صالح برای تعیین اوراق بهادار قابل معامله را شورای عالی بورس و اوراق بهادار تعیین نموده است که شورا نیز اوراق اجاره را جزء ابزار مالی جدید تصویب و اعلام نموده است.

- دوم: صکوک اجاره نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. این ویژگی صکوک، سبب تمایز آن از اوراق قرضه (اوراق ربوی با درآمد ثابت) گردید؛ بدین توضیح که صکوک؛ بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص برای دارنده آن محسوب می‌شود؛ در حالی که اوراق قرضه صرفاً نشان‌دهنده وجود یک طلب و احراز رابطه قرض به علاوه سود ثابت یا بهره است. از سوی دیگر، مالکیت مشاع دارنده صکوک اجاره نسبت به دارایی مبنای انتشار اوراق موجب می‌شود که ارزش اوراق اجاره به پشتوانه ارزش دارایی مبنای انتشار اوراق؛ تعیین گردد و وابسته به اعتبار متقاضی نشر اوراق نباشد؛ همچنانکه در اوراق قرضه، ارزش اوراق حسب اعتبار ناشر آن تعیین

۱. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ مجلس شورای اسلامی را از این پس به اختصار «قانون بازار» می‌نامیم.

۲. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در متن قانون بازار و همچنین قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به یک معنا به کار رفته است.

می‌گردد. دیگر آن که در صکوک اجاره امکان افزایش اصل دارایی وجود دارد؛ اما اصل دین در اوراق قرضه قابلیت افزایش نخواهد داشت.

اصطلاح صکوک مرابحه در بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه مصوب ۱۳۹۰/۹/۲۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار بدین نحو تعریف شده است: «اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است». در تحلیل تعریف مقنن موارد ذیل قابل تأمل است:

- نخست: صکوک مرابحه نیز از مصادیق اوراق بهادار شمرده شده است. بنابراین، قابلیت نقل و انتقال را که از اوصاف ذاتی اوراق بهادار محسوب می‌شود را داراست و قید «قابل نقل و انتقال» در این تعریف نیز همانند تعریف اصطلاح صکوک اجاره زاید و صرف تأکید قانونگذار بر این ویژگی می‌باشد. مرحله قبل از نقل و انتقال اوراق بهادار، مرحله صدور و عرضه عمومی اوراق<sup>۱</sup> است که در خصوص صکوک اجاره و مرابحه نیز بایستی با رعایت ترتیبات قانونی صورت پذیرد. عرضه عمومی اوراق بهادار از آنجا که همراه با جمع آوری وجه از عموم است، نیازمند نظارت مراجع صالح جهت احتراز از آثار نامطلوب سوء استفاده ناشران<sup>۲</sup> اوراق بهادار می‌باشد. به همین دلیل مطابق بند ۴ ماده ۷ قانون بازار، ثبت و صدور مجوز عرضه عمومی اوراق بهادار و نظارت بر عرضه از جمله وظایف هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار شمرده شده تا حمایت مناسبی از حقوق سرمایه گذاران انجام پذیرد. بدین ترتیب، تمامی ناشران مطابق ماده ۲۰ قانون بازار (به استثنای ناشران معاف از ثبت موضوع ماده ۲۷ قانون بازار<sup>۳</sup>)، موظف به ثبت اوراق بهادار خویش نزد سازمان بورس و اوراق بهادار بوده و عرضه عمومی اوراق بهادار به هر طریق بدون رعایت مفاد قانون ممنوع اعلام گردیده و جرم‌انگاری نیز شده است. در صورتی که هر شخص بدون رعایت مفاد قانون بازار اقدام به انتشار آگهی یا اعلامیه پذیره نویسی به منظور عرضه عمومی اوراق بهادار نماید، بر اساس ماده ۴۶ قانون بازار به حبس تعزیری

۱. عرضه عمومی: عرضه اوراق بهادار منتشره به عموم جهت فروش (بند ۲۶ ماده ۱ قانون بازار).

۲. ناشر: شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند (بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار).

۳. ماده ۲۷ قانون بازار مقرر می‌دارد:

«اوراق بهادار زیر از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار معاف است: ۱. اوراق مشارکت دولت، بانک مرکزی و شهرداری‌ها. ۲. اوراق مشارکت منتشره توسط بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی. ۳. اوراق بهادار عرضه شده در عرضه‌های خصوصی. ۴. سهام هر شرکت سهامی عامی که کل حقوق صاحبان سهام آن کمتر از رقم تعیین شده توسط سازمان بورس باشد. ۵. سایر اوراق بهاداری که به تشخیص شورای عالی بورس نیاز به ثبت نداشته باشند از قبیل اوراق منتشره توسط سازمان‌ها و مراجع قانونی دیگر».

از سه ماه تا یکسال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم می‌گردد.

**دوم:** صکوک مرابحه نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. قرارداد مرابحه عبارت از فروش دارایی به بیشتر از قیمت خرید آن با ذکر میزان سود و مبلغ پرداختی بابت خرید می‌باشد.<sup>۱</sup> قرارداد مرابحه می‌تواند به صورت نقد و یا نسیه منعقد گردد. در فرض نسیه بودن و پرداخت مؤجل ثمن، بالطبع نرخ سود مقرر در قرارداد مرابحه نیز بیشتر خواهد بود که همین ویژگی سبب طراحی ابزار مالی جدید یعنی صکوک مرابحه در بازار سرمایه کشورهای اسلامی شده است.

مرابحه مبنای صدور اوراق مرابحه، به منظور تأمین اهداف مختلف و کارکردهای متفاوتی منعقد می‌گردد که انواع آن را در بند اول گفتار دوم بررسی خواهیم نمود.

## ۲. ارکان صکوک اجاره و مرابحه

فرآیند اجرایی انتشار اوراق اجاره حداقل بر مبنای سه عقد وکالت، بیع و اجاره تشکیل یافته و همچنین اوراق مرابحه بر پایه سه قرارداد وکالت، بیع و بیع مرابحه نسیه طراحی شده است که طرفین این قراردادها و همچنین عناصری که در پرداخت عوضین قرارداد و یا تضمین آن نقش دارند، را در این بخش بررسی می‌نمائیم.

**بانی:** شخصی است که با اهداف مختلف از قبیل تأمین نقدینگی، تحصیل منفعت یک دارایی خاص و ... از یک نهاد مالی با عنوان نهاد واسطه تقاضای انتشار صکوک مرابحه و یا صکوک اجاره را می‌نماید. در واقع فارغ از تفاوت های مذهبی و فرهنگی میان ملت‌های مختلف، نگاه های اقتصادی همواره با چالش های کسب و کار مشابه مواجهند که از جمله آن موارد می‌توان به نحوه تأمین مالی اشاره نمود (ArsalanTariq, 2004).

بانی در بند «ج» ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه به طور مشابه از سوی شورای عالی بورس و اوراق بهادار و همچنین هیأت مدیره سازمان بورس تعریف شده است؛ شخص حقوقی که نهاد واسطه برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق اجاره یا مرابحه می‌کند. بنابراین، اشخاص حقیقی نمی‌توانند به منظور تأمین مالی از انتشار اوراق بهادار اجاره یا مرابحه بهره‌مند شوند. از سوی دیگر، اشخاص حقوقی نمیتوانند رأساً اقدام به

۱. بند ۹ ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه مصوب ۱۳۹۰/۹/۲۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار

انتشار صکوک نمایند بلکه باید از طریق یک نهاد مالی اقدام نمایند. مطابق بند ۴ ماده ۱ « مصوبه ابزار مالی اوراق اجاره و ضوابط آن» مصوب ۱۳۸۶/۱۱/۱ شورای عالی بورس، بانی نیز مجاز به انتشار صکوک اجاره بدون استفاده از نهاد مالی واسط بوده است که این موضوع سبب افزایش ریسک سرمایه گذاران گردیده و موجب تداخل نقش بانی و نهاد واسط بود، لیکن با تصویب دستورالعمل انتشار اوراق اجاره در تاریخ ۱۳۸۹/۵/۱۱ از سوی شورای عالی بورس و اوراق بهادار ایراد مذکور مرتفع گردید.<sup>۱</sup>

تأکید قانونگذار بر انتشار اوراق اجاره و مباحه بر مبنای عقود اسلامی نیز جهت تمییز این شیوه از تأمین مالی از انتشار اوراق بهادار ربوی در سایر نظام های اقتصادی است.

بانی حسب انتخاب نوع اوراق بهادار مناسب برای تأمین مالی و فرآیند انتشار و عرضه عمومی، نقش متفاوتی خواهد داشت. بدین توضیح که بانی در انتشار صکوک اجاره نقش مستأجر و در صکوک مباحه نقش خریدار بیع مباحه نسبه را ایفا می نماید.

در نظام حقوقی ایران، بانی در انتشار اوراق اجاره و یا مباحه باید دارای شرایطی باشد تا بتواند مجوزهای لازم جهت تأمین مالی بنگاه اقتصادی خود را از طریق انتشار این دو ابزار مالی فراهم آورد. شرایط مقرر برای هر دو نوع صکوک مذکور از سوی مقنن، به طور یکسان پیش بینی گردیده است.

بانی بایستی از میان مؤسسات دولتی<sup>۲</sup>، شرکت های دولتی<sup>۳</sup>، شهرداری ها و یا اشخاص حقوقی غیردولتی باشد و قالب حقوقی اشخاص غیر دولتی به صورت سهامی، تعاونی یا جزء نهادهای عمومی غیر دولتی<sup>۴</sup> پیش بینی شده است.<sup>۵</sup> نکته حائز اهمیت آن که صندوق های سرمایه گذاری<sup>۱</sup> نیز می توانند به

۱. دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ در تاریخ ۱۳۹۰/۸/۲۳ نیز مورد اصلاح قرار گرفته است.

۲. مؤسسه دولتی واحد سازمانی مشخصی است که به موجب قانون ایجاد و زیر نظر یکی از قوای سه گانه اداره می شود و عنوان وزارتخانه ندارد. (ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور مصوب ۱۳۶۶/۶/۱)

۳. شرکت دولتی واحد سازمانی مشخصی است که با اجازه قانون به صورت شرکت ایجاد شود و یا به حکم قانون و یا دادگاه صالح ملی شده و یا مصادره شده و به عنوان شرکت دولتی شناخته شده باشد و بیش از پنجاه درصد سرمایه آن متعلق به دولت باشد. هر شرکت تجاری که از طریق سرمایه گذاری شرکت های دولتی ایجاد شود، مادام که بیش از پنجاه درصد سهام آن متعلق به شرکت های دولتی است، شرکت دولتی تلقی می شود. (ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور مصوب ۱۳۶۶/۶/۱)

۴. مؤسسه یا نهاد عمومی غیردولتی واحد سازمانی مشخصی است که دارای استقلال حقوقی است و با تصویب مجلس شورای اسلامی ایجاد شده یا می شود و بیش از پنجاه درصد (۵۰٪) بودجه سالانه آن از محل منابع غیردولتی تأمین گردد و وعده دار وظایف و خدماتی است که جنبه عمومی دارد. (ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری مصوب ۱۳۸۶/۷/۸)

۵. ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق مباحه مصوب ۱۳۹۰/۹/۲۶ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ و اصلاحی ۱۳۹۰/۸/۲۳ شورای عالی بورس و اوراق بهادار.



عنوان بانی در انتشار اوراق اجاره قرار گیرند، اما امکان بانی شدن در انتشار اوراق مرابحه را ندارند. علت این موضوع را می‌توان در کاربرد اصلی اوراق مرابحه به هنگام تأمین مالی جستجو نمود؛ چراکه در غالب موارد از اوراق مرابحه برای تأمین کالا و مواد در شرکت‌ها استفاده می‌شود بنابراین، صندوق‌های سرمایه‌گذاری که موضوع فعالیت آن‌ها نقل و انتقال اوراق بهادار و کسب سود است نه تولید محصولات، نیازی به مواد و کالا ندارند. به همین دلیل، به صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان بانی در مقررات حاکم بر صکوک مرابحه اشاره نشده است.

چنانچه بانی شخص حقوقی غیر دولتی باشد بایستی واجد قالب حقوقی خاص به صورت شرکت سهامی یا شرکت تعاونی باشد. به نظر می‌رسد شرکت تعاونی سهامی عام نیز بتواند بانی باشد دلیل این موضوع از تعریف مقنن در بند ۹ ماده ۱ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی که مقرر می‌دارد: «شرکت تعاونی سهامی عام، نوعی شرکت سهامی عام است که با رعایت قانون تجارت و محدودیت‌های مذکور در این قانون تشکیل شده باشد»، استنباط می‌شود (رحیمی، ۱۳۸۹).

علاوه بر شرط فوق بانی می‌بایست به لحاظ وضعیت مالی و ثبتی شرکت نیز حائز شرایط ذیل باشد:

- در ایران به ثبت رسیده و مرکز اصلی فعالیت آن در ایران باشد.
- مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد. مقصود از جریان نقدی حاصل از عملیات شرکت عبارت است از: فروش منهای بهای تمام شده کالای فروش رفته آن شرکت که مثبت بودن آن به معنی سود عملیاتی شرکت است (رحیمی، همان: ۹۳) اگر جریان نقد حاصل از عملیات بانی، مطابق با صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی شده در سال جاری، مثبت باشد می‌تواند در محاسبه مجموع جریان نقدی مذکور لحاظ شود.
- حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد. زیرا در نتیجه بالا بودن نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های یک شرکت، درجه اهرمی بودن آن بسیار زیاد شده و احتمال ورشکستگی به شدت بالا می‌رود و انتشار اوراق توسط بانی با ساختار مالی اهرمی (نسبت بدهی به دارایی بالای ۹۰ درصد) منجر به افزایش ریسک اوراق اجاره می‌شود (رحیمی، ۱۳۸۹).
- اظهارنظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد. مطابق اصول مقرر از سوی سازمان حسابرسی جمهوری اسلامی ایران، چنانچه حسابرس به این نتیجه برسد که موارد عدم رعایت قوانین و مقررات به گونه‌ای با اهمیت بر

---

۱. صندوق سرمایه‌گذاری: نهاد مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند (بند ۱ ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۹۱/۲/۱۰)

صورت‌های مالی اثر دارد و به طور مناسبی نیز در صورت‌های مالی افشا نشده است باید نظر «مشروط» یا «مردود» اظهار کند<sup>۱</sup> بنابراین بانی نباید با چنین گزارشی در صورت‌حساب‌های خود مواجه باشد؛ یعنی اظهار نظر حسابرس باید «مقبول» یا «مشروط» باشد (رحیمی، همان: ۹۳)..

در برخی کشورها مانند مالزی وجود سیستم داخلی جهت جداسازی حساب‌های مالی مربوط به انتشار اوراق از سایر حساب‌های مالی بانی ضروری و الزامی قلمداد گردیده است (بند ۶ ماده ۵ آیین نامه انتشار اوراق با پشتوانه دارایی). چنین مواد قانونی سبب کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و اجتناب از انتقال ورشکستگی بانی به حساب‌های مربوط به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق می‌گردد (قنوتی و داوری لنگرودی، ۱۳۹۰). احتمال ناتوانی بانی در ایفای تعهدات مالی، ریسک نقدینگی<sup>۲</sup> نامیده می‌شود (سروش و صادقی، ۱۳۸۶) که از ریسک‌های مهم و تأثیرگذار بر فعالیت اقتصادی بانی قلمداد می‌شود. علی‌چون عدم وجود تقاضا برای خرید محصولات بانی سبب پدید آمدن چنین ریسکی می‌گردد (Crouchy, et al., 2006). استفاده حساب‌های جداگانه در سیستم مالی بانی در فرآیند تأمین مالی از طریق صکوک از انتقال این ریسک به دارندگان صکوک اجتناب می‌نماید.

اهمیت و پیچیدگی تعاملات و انجام تعهدات مالی از سوی بانی در مقابل نهاد واسط و همچنین نهاد واسط در برابر دارندگان صکوک سبب گردیده که هیأت مدیره سازمان بورس، دستورالعملی با عنوان «نحوه گزارشگری مالی مربوط به اوراق اجاره در صورتهای مالی بانی و نهاد واسط» در تاریخ ۱۳۹۰/۱۲/۱۳ تصویب نماید تا بررسی صورتهای مالی آنان نظام‌مند شده و با سهولت بیشتری صورت پذیرد.

**نهاد واسط:** مقنن نهاد واسط را در بند «د» ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸/۹/۲۵، یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار معرفی می‌نماید که با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید. شناسایی نهاد واسط به عنوان نهاد مالی، این شرکت را تحت نظارت کامل سازمان بورس و اوراق بهادار قرار می‌دهد؛ (ابراهیمی، ۱۳۸۹) به نحوی که صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس و تصویب اساسنامه آن بر عهده هیأت مدیره سازمان بورس بوده<sup>۳</sup> و به موجب ماده ۲۹ قانون بازار، صلاحیت حرفه‌ای<sup>۱</sup> اعضای هیأت

۱. کمیته تدوین استانداردهای حسابرسی، اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی استانداردهای شماره ۱ تا ۲۸، سازمان حسابرسی، ۱۳۸۸، ص ۷۲.

2. Liquidity Risk.

۳. بندهای ۶ و ۷ قانون بازار اوراق بهادار

مدیره و مدیران آن، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش دهی و نوع گزارشهای ویژه حسابرسی نهاد واسط باید به تأیید سازمان بورس برسد. در خصوص سلب صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیأت مدیره و مدیرعامل نهاد واسط نیز به جهت نهاد مالی بودن آن، مطابق آیین نامه ماده ۱۳ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۹۱/۲/۱۰ این امر با تشخیص سازمان بورس صورت می‌پذیرد. مطابق بند (ه) ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه، تأیید صلاحیت حرفه‌ای مدیران نهادهای مالی براساس دستورالعملی است که به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌رسد. مقرر مذکور تحت عنوان «دستورالعمل تأیید صلاحیت حرفه‌ای مدیران نهادهای مالی» در تاریخ ۹۰/۷/۱۱ و با اصلاحات مورخ ۹۱/۵/۱۶ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار رسیده است (سلطانی، ۱۳۹۱). هیأت مدیره سازمان بورس به عنوان مرجع ذیصلاح جهت تصویب نمونه اساسنامه شرکت‌های واسط، قالب شرکتی را که برای فعالیت نهاد واسط انتخاب نموده، شرکت بامسئولیت محدود بوده که با موضوع فعالیت، انتشار اوراق بهادار برای تأمین مالی طرحهای مبتنی بر معاملات موضوع عقود اسلامی و برای مدت نامحدود تشکیل می‌شود.

نهاد واسط به وکالت از سوی بانی و همچنین سرمایه‌گذاران در فرآیند انتشار صکوک فعالیت می‌کند. عمده فعالیت‌های نهاد واسط تا زمان انتشار اوراق بهادار و قبل از عرضه عمومی به وکالت از بانی صورت می‌گیرد. هرچند قرارداد وکالت به صورت مستقل فی‌مابین بانی و نهاد واسط منعقد نمی‌شود لیکن، واگذاری اموری چون انعقاد قرارداد با عامل فروش، بازارگردان و متعهد پذیرهنویس نشان از اعطای وکالت ضمنی به نهاد واسط از سوی بانی است. با عرضه عمومی صکوک اجاره یا مرابحه به سرمایه‌گذاران، نهاد واسط به عنوان وکیل دارندگان صکوک در انعقاد قراردادهای مربوط به دارایی، پرداخت و توزیع سود نقش ایفا می‌کند. صکوک اجاره و مرابحه در نوع اعطای وکالت به نهاد واسط متفاوت می‌باشند که در گفتار دوم این موضوع را بررسی خواهیم نمود.

در سایر کشورها به علت جلوگیری از ریسک ورشکستگی، نهادهای واسط با عمری محدود تشکیل شده و فقط می‌توانند فعالیتی خاص انجام دهند و از انجام فعالیت‌های دیگر ممنوع شده‌اند (سعیدی و سروش، ۱۳۸۸) لیکن، در نمونه اساسنامه مصوب هیأت مدیره سازمان بورس برای نهادهای واسط، قالب حقوقی شرکت بامسئولیت محدود و مدت فعالیت نامحدود پیش‌بینی شده است. علی‌رغم وجود این ضابطه قانونی، پیش‌بینی دیگری از سوی مقنن در نظام حقوقی ایران، ریسک ورشکستگی

۱. صلاحیت حرفه‌ای: دارا بودن سوابق علمی، تحصیلی و تجربی مرتبط با مدیریت و حسن سابقه فعالیت مرتبط با مدیریت از سوی مدیر

(بند ۱ ماده ۱ آیین نامه ماده ۱۳ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۹۱/۲/۱۰)

نهاد واسط را کاهش داده است بدین نحو که هر نهاد واسط در هر زمان نمی‌تواند برای تأمین مالی بیش از یک طرح، اوراق بهادار منتشر کند و نهاد واسط زمانی مجاز به انتشار اوراق بهادار جدید است که تمامی تعهدات مربوط به اوراق بهادار قبلی را تصفیه نموده باشد.<sup>۱</sup>

به منظور نظارت بر نهادهای واسط، شرکت «مدیریت دارایی مرکزی» به صورت سهامی خاص با موضوع تأسیس و اداره نهاد واسط تشکیل شده است که این شرکت یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار بوده و سازمان بورس حق سهامداری شرکت مذکور را ندارد.<sup>۲</sup> چراکه سازمان بورس و اوراق بهادار، رکن ناظر بر فعالیت‌های فعالان بازار سرمایه محسوب شده و نباید در امور اجرایی ذی‌نفع باشد.

سرمایه مورد نیاز برای تأسیس نهاد واسط در نظام حقوقی کشورهای مختلف تفاوت دارد. اما، در صورتی که نهاد واسط برای فرآیند انتشار اوراق مورد استفاده قرار گیرد، سرمایه‌ای حداقل در حدود ۲۰۰ دلار خواهد داشت. در بیشتر موارد چنین شرکت‌هایی به جز مدیر، نیروی انسانی دیگری ندارند (Ajman Bank, 2006). در نظام حقوقی ایران، سرمایه نهاد واسط در قوانین و مقررات و همچنین نمونه اساسنامه آن، مبلغ معینی تعیین نگردیده است لیکن مطابق رویه کنونی حداقل مبلغ سرمایه یکصد میلیون ریال می‌باشد.

**سرمایه‌گذاران یا دارندگان صکوک:** دارندگان صکوک با خرید اوراق اجاره یا مرابحه در عرضه عمومی از سوی نهاد واسط، امکان تأمین مالی بانی را فراهم می‌آورند. دارندگان صکوک نیز همچون بانی، حسب نوع اوراق بهادار منتشره، نقش متفاوتی را در فرآیند تأمین مالی ایفا می‌نمایند. دارنده صکوک اجاره نقش موجری را برعهده دارد که بانی در مقابل وی به عنوان مستأجر متعهد به پرداخت اجاره بها می‌باشد. در صکوک مرابحه نیز دارنده، نقش فروشنده در عقد بیع مرابحه نسبه را دارد، که بانی به عنوان خریدار، موظف به پرداخت قیمت مبیع در مواعد زمانی مقرر در قرارداد، به وی می‌باشد. دارندگان صکوک مرابحه و همچنین صکوک اجاره در اعمال حقوق و تعهدات خویش به نهاد واسط وکالت می‌دهند. وکالت نهاد واسط، مطابق ماده ۲ نمونه قرارداد وکالت نهادهای واسط از سرمایه‌گذاران، عبارت از وکالت در خرید دارایی جهت اجاره به بانی به صورت وکالت بلاعزل با حق توکیل به غیر، وکالت در دریافت اجاره بها و پرداخت آن به حساب سرمایه‌گذار، وکالت در درخواست صدور برگ اجرایی و تعقیب عملیات آن و اخذ محکوم به با حق توکیل به غیر و وکالت

۱. ماده ۶ دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار

۲. ماده ۲ همان دستورالعمل

در اقامه هرگونه دعوا و کلیه اختیارات مصرح در ماده ۳۵ قانون آیین دادرسی دادگاه‌های عمومی و انقلاب در امور مدنی برای نهاد واسط است. بنابراین، دارندگان صکوک نقش مستقیمی در فرآیند انتشار اوراق بهادار نداشته و کلیه اعمال حقوقی را از طریق وکیل خود (نهاد واسط) انجام می‌دهند. دارندگان صکوک می‌توانند اوراق اجاره را نگهداری کرده و از درآمد ماهانه آن استفاده کنند؛ همچنانکه مختار هستند که در مواقع نیاز به نقدینگی، صکوک را که سند مالکیت دارایی حقیقی است به دیگری بفروشند (موسویان و همکاران، ۱۳۸۵).

**قرارداد پایه:** قراردادی است که نوع صکوک را مشخص کرده و فی‌مابین بانی و نهاد واسط منعقد می‌گردد. چنانچه قالب حقوقی قرارداد پایه، قرارداد اجاره باشد، اوراق بهادار منتشره بر مبنای آن، اوراق اجاره و در صورتی که قرارداد پایه، به صورت قرارداد بیع مرابحه انتخاب شود، صکوک منتشره را صکوک مرابحه می‌نامند.

هریک از قالب‌های منتخب توسط بانی برای تأمین مالی بنگاه اقتصادی، خود به همراه اصولی در عقود معین به صورت قواعد حقوقی تکمیلی است که با پیش‌بینی شروطی از سوی طرفین در قرارداد پایه، برخلاف اصول مذکور می‌توان توافق نمود و با عنایت به آمره نبودن قواعد و مواد قانونی مذکور چنین توافقاتی معمول بر صحت می‌باشد. علاوه بر توافقات طرفین قرارداد، نهادهای واضع مقررات در بازار سرمایه همچون شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس نیز مقرراتی برخلاف مواد قانونی تکمیلی پیش‌بینی کرده‌اند. همچنانکه ماده ۱۵ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار، دارندگان اوراق اجاره را از تقاضای تسلیم دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره منع نموده است که با لحاظ نقش دارندگان اوراق اجاره به عنوان مالک دارایی موضوع قرارداد پایه، چنین منعی برخلاف حق مالکین مال مشاع محسوب می‌شود.

دارایی که موضوع قرارداد پایه قرار می‌گیرد، حسب مقررات حاکم بر بازار سرمایه می‌بایست حائز شرایطی باشد که برخی از این ضوابط نسبت به صکوک اجاره و صکوک مرابحه متفاوت است که در گفتار دوم آن را بررسی خواهیم نمود.

**ضامن:** شخص حقوقی است که تأدیه وجوهی را که بانی ملزم به پرداخت آن به نهاد واسط (وکیل دارندگان صکوک) در سرسید معین می‌باشد، تضمین می‌نماید. در صکوک اجاره، ضامن پرداخت مبالغ اجاره بها بوده اما در اوراق مرابحه، ضامن اقساطی است که بانی در قرارداد بیع مرابحه می‌بایست به نهاد واسط پرداخت کند.

ضامن از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی، شرکت‌های تأمین سرمایه<sup>۱</sup>، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی توسط بانی انتخاب می‌شود.

مقنن، ضمانت اشخاص حقوقی تحت کنترل بانی برای ایفای تعهدات وی در مقابل نهاد واسط در صکوک اجاره و همچنین اوراق مرابحه را غیرمجاز نموده است.<sup>۲</sup> اشخاص حقوقی هنگامی تحت کنترل بانی تلقی می‌شوند که مطابق استاندارد شماره دوازده حسابداری، «راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی آن اشخاص به منظور تحصیل منافع اقتصادی از فعالیتشان» بر عهده بانی باشد (سازمان حسابرسی، ۱۳۸۶) و معیار تحت کنترل بودن با لحاظ درصد سهامداری مطابق بند ۱۰ استاندارد حسابداری شماره ۱۸ عبارت است از «... هنگامی که یک واحد تجاری اصلی، به طور مستقیم یا غیرمستقیم از طریق واحدهای تجاری فرعی دیگر خود، مالک بیش از نصف سهام با حق رأی یک واحد تجاری باشد، فرض بر وجود کنترل بر آن واحد تجاری است مگر در موارد استثنایی که بتوان آشکارا نشان داد چنین مالکیتی، سبب کنترل واحد تجاری نمی‌شود» که چنین موضوعی بایستی از سوی حسابرس بانی تأیید گردد. حسابرس از زمان ارائه طرح تأمین مالی تا پایان تصفیه صکوک باید از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس انتخاب گردد.

اوراق مرابحه و همچنین اجاره باید قبل از دریافت مجوز انتشار در صورت فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی از مؤسسات یاد شده، رتبه اعتباری دریافت نمایند و در صورتی که صکوک مرابحه یا اجاره دارای رتبه اعتباری مورد تأیید سازمان بورس باشد، وجود ضامن ضروری نخواهد بود. در مالزی اوراق بهادار بدهی از جمله صکوک بایستی همواره با رتبه بندی اعتباری همراه گردد (Hafizi, et al., 2011).

عامل فروش، متعهد پذیره نویسی و بازارگردان: همزمان با انتشار اوراق اجاره یا مرابحه برای عرضه عمومی صکوک از خدمات عامل فروش استفاده می‌گردد. عامل فروش، شخص حقوقی است که نسبت به عرضه و فروش صکوک اجاره یا مرابحه از طرف نهاد واسط اقدام می‌کند. نهاد واسط به

۱. شرکت تأمین سرمایه به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند و می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیره نویسی، تعهد پذیره نویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار انجام دهد (بند ۱۸ ماده ۱ قانون بازار).

۲. تبصره ۱ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه.

عنوان ناشر اوراق بهادار به منظور فروش اوراق و جذب سرمایه اشخاص از طریق عامل فروش به عرضه عمومی صکوک می پردازد.

بانی، عامل فروش را از میان شرکت‌های کارگزاری<sup>۱</sup> عضو بورس اوراق بهادار یا فرابورس انتخاب می‌کند و در صورتی که عرضه عمومی صکوک در حجم گسترده در کشور صورت پذیرد، عامل فروش با اخذ مجوزهای لازم می‌تواند به منظور توزیع اوراق بهادار از خدمات بانکها یا مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی و نهادهای مالی استفاده نموده و ترتیبی اتخاذ نماید تا سفارش‌گیری جهت فروش اوراق به سرمایه‌گذاران از طریق اشخاص مذکور صورت پذیرد.

نهاد واسط به منظور عرضه عمومی اوراق بهادار توسط عامل فروش، قراردادی تحت عنوان «قرارداد عاملیت فروش» منعقد می‌کند که بر اساس آن ماهیت حقوقی رابطه عامل فروش و نهاد واسط، وکالت می‌باشد.

استفاده از عامل فروش صرفاً در مرحله عرضه عمومی در بازار اولیه<sup>۲</sup> صورت می‌پذیرد. اولین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیدالانتشار مطابق قانون بازار اوراق بهادار بایستی در بازار اولیه صورت گیرد و منابع حاصل از عرضه عمومی در اختیار ناشر قرار داده می‌شود. عامل فروش پس از اتمام مهلت عرضه عمومی صکوک باید نتایج فروش را به نهاد واسط منعکس کند. ممکن است که کلیه صکوک منتشره، ظرف مهلت مقرر برای عرضه عمومی به فروش نرسد، در این شرایط چنانچه دارایی موضوع قرارداد پایه قابل تفکیک نباشد، استفاده از خدمات متعهد پذیره‌نویس وفق ماده ۲۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۹۰/۸/۲۳ شورای عالی بورس و اوراق بهادار ضروری است چراکه بایستی کلیه اوراق منتشره به فروش رسد تا تأمین مالی بانی محقق شود. متعهد پذیره‌نویس، فرآیند عرضه عمومی صکوک را تکمیل می‌نماید بدین نحو که اقدام به خرید اوراق بهاداری می‌کند که ظرف مهلت پذیره‌نویسی به فروش نرفته و از سوی سرمایه‌گذاران خریداری نشده است. در واقع، متعهد پذیره‌نویس شخصی است که در قبال دریافت کارمزد خدمات و به موجب انعقاد قرارداد با بانی متعهد می‌شود که در صورت عدم فروش کلیه صکوک منتشره در مهلت مقرر قانونی، اوراق بهادار باقیمانده را خریداری نماید. کفایت سرمایه متعهد پذیره‌نویس برای قبول چنین تعهدی در برابر بانی

۱. کارگزار: شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها معامله می‌کند (بند ۱۳ ماده ۱ قانون بازار).

۲. بازار اولیه: بازاری است که اولین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیدالانتشار در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می‌گیرد (بند ۹ ماده ۱ قانون بازار).

باید پیش از انعقاد قرارداد به تأیید سازمان بورس رسد. به عنوان مثال، در صکوک مباحه نسبت به یک فروند هواپیما در صورت عدم فروش کلیه صکوک مباحه نمی‌توان کلیت یک هواپیما را خریداری نمود. لذا، از ورود متعهد پذیره نویس جهت خرید اوراق بهادار به فروش نرسیده، گریزی نیست. حال آن که در صورت نیاز به تأمین مالی برای دارایی‌هایی که قابل تفکیک به واحدهای معین هستند، نیازی به استفاده از خدمات متعهد پذیره‌نویس در صورت درخواست بانی و تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار نمی‌باشد. دارایی قابل تفکیک در مثال یاد شده خرید ده فروند هواپیما می‌تواند باشد که در صورت فروش اوراقی که امکان خرید تعدادی از هواپیماهای مذکور را برای بانی محقق کند، از خدمات متعهد پذیره‌نویس استفاده نکرده و در ابتدای انتشار اوراق بهادار مذکور اعلام می‌گردد که در عرضه عمومی صکوک مباحه ده فروند هواپیما، متعهد پذیره نویس وجود ندارد. در واقع، حسب نوع دارایی پایه به لحاظ قابل تفکیک بودن یا نبودن، نهاد واسط مبادرت به انعقاد قرارداد با متعهد پذیره‌نویس<sup>۱</sup> نموده و یا در صورت قابل تفکیک بودن دارایی پایه صرفاً بهترین تلاش و کوشش<sup>۲</sup> خود را جهت فروش صکوک می‌نماید.

دارندگان اوراق اجاره یا مباحه پس از خرید اوراق مذکور می‌توانند اوراق را نگهداری کرده و از درآمد ماهانه آن استفاده کنند یا به هنگام نیاز به نقدینگی، صکوک را در بازار ثانویه<sup>۳</sup> به دیگری بفروشند. چنانچه وضعیت بازار صکوک به گونه‌ای شود که اشخاص زیادی تمایل به فروش اوراق اجاره یا مباحه خود را داشته باشند اما خریداری وجود نداشته باشد، توازن عرضه و تقاضا در بازار ثانویه اوراق برهم خورده و به اصطلاح بازار کساد می‌گردد. برای اجتناب از چنین وضعیتی از خدمات شخصی با عنوان «بازارگردان» استفاده می‌گردد. بازارگردان، کارگزار/معامله‌گری<sup>۴</sup> است که با تعهد به افزایش نقد شوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین (حسب مورد صکوک اجاره یا مباحه) و تحدید دامنه نوسان قیمت آن به داد و ستد اوراق بهادار مذکور می‌پردازد. بدین صورت که در صورت فقدان تقاضای خرید صکوک در مقابل فروش صکوک در بازار از سوی دارندگان آن، اقدام به خرید اوراق اجاره یا مباحه از متقاضیان فروش و بازگرداندن روتق به بازار می‌نماید.

1. Firm commitment.

2. Best effort.

۳. بازار ثانویه: بازاری است که اوراق بهادار پس از عرضه اولیه در آن مورد دادوستد قرار می‌گیرد (بند ۱۰ ماده ۱ قانون بازار).

۴. کارگزار/معامله‌گر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها و یا به نام و حساب خود معامله می‌کند (بند ۱۴ ماده ۱ قانون بازار).



بازارگردان نیز همانند متعهد پذیرهنویس از سوی بانی مطابق ماده ۹ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۹۰/۸/۲۳ شورای عالی بورس و اوراق بهادار پیش از انتشار صکوک انتخاب می‌گردد که در صورت تأیید سازمان بورس، نهاد واسط با وی قرارداد بازارگردانی منعقد می‌کند. تأیید سازمان بورس منوط به کفایت سرمایه بازارگردان برای انجام تعهدات مربوط به تنظیم نوسان بازار عرضه و تقاضای صکوک است.

**عامل پرداخت:** نهاد واسط که به وکالت از دارندگان صکوک اقدام به انعقاد قرارداد اجاره یا قرارداد بیع مرابحه با بانی می‌نماید برای دریافت عوض قراردادهای مذکور که اجاره بها یا ثمن اقساطی بیع مرابحه است از طریق نهاد مالی با نام «شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه» مبالغ مذکور را به سرمایه گذاران پرداخت می‌نماید. این نهاد مالی بر اساس ماده ۸ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۹۰/۸/۲۳ شورای عالی بورس و اوراق بهادار قرارداد عاملیت پرداخت با نهاد واسط منعقد می‌کند. ماهیت حقوقی قرارداد عاملیت پرداخت همانند قرارداد عاملیت فروش، وکالت می‌باشد. در واقع نهاد واسط که وکیل دارندگان صکوک گردیده با داشتن وکالت در توکیل برای بخشی از موضوع وکالت که دریافت سود اوراق در سرسید است به شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه وکالت می‌دهد.

نهاد واسط باید اسناد، مدارک و قراردادهای مربوط به دارایی موضوع قرارداد پایه را به وکالت از دارندگان اوراق در اختیار شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه قرار دهد تا عامل پرداخت از میزان مبالغ دریافتی و سرسیدهای آن مطلع باشد.

## **گفتار دوم: انواع صکوک اجاره و مرابحه و ضوابط حاکم بر آن در نظام حقوقی ایران**

این موضوع در قواعد و اصول شرعی و همچنین ضوابط حقوقی، بسیار حائز اهمیت است که اطمینان لازم هم برای شرکتی که به منابع مالی نیاز دارد و هم برای دارندگان صکوک، نسبت به اینکه فرآیند تأمین مالی از طریق صکوک یک گزینه ایمن و منطقی می‌باشد، فراهم گردد (The Global Body for Professional Accounts, 2013). در این گفتار در دو بخش به بررسی و تبیین انواع صکوک اجاره و مرابحه و تحلیل ضوابط حاکم بر آن می‌پردازیم.

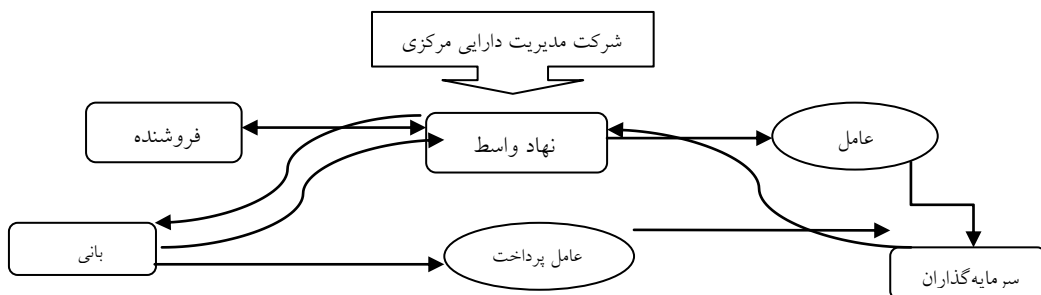
### **۱. انواع صکوک اجاره و مرابحه**

بانی حسب آن که چه هدفی را از فرآیند انتشار صکوک اجاره یا مرابحه دنبال می‌کند، از انواع متفاوتی از صکوک استفاده خواهد نمود. دارندگان صکوک نیز حق دسترسی نسبت به اطلاعات با

موضوع اهداف انتشار اوراق بهادار را دارند (Wilson, 2011). صکوک اجاره و مرابحه به لحاظ هدف از انتشار صکوک مذکور در سه شیوه انتشار تقسیم‌بندی می‌شوند، لیکن در صکوک مرابحه علاوه بر روش‌های مزبور، روش متمایزی نیز پیشنهاد می‌گردد که در این گفتار به تحلیل و تبیین آن می‌پردازیم.

### ۱-۱- اوراق اجاره/مرابحه تأمین دارایی

در این شیوه بانی به نهاد واسط مراجعه نموده و تقاضای تأمین یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌های خاص را می‌نماید. نهاد واسط اقدام به انتشار اوراق اجاره یا مرابحه نموده و از طریق عامل فروش به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. سپس به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران با وجوه جمع‌آوری شده، دارایی خاص را از فروشنده خریداری نموده و به بانی حسب آن که صکوک اجاره یا مرابحه باشد، اجاره داده یا با او بیع مرابحه منعقد می‌کند. وجوه دریافتی بابت اجاره‌بها یا ثمن بیع مرابحه از طریق عامل پرداخت (وکیل نهاد واسط) به دارندگان صکوک تأدیه می‌گردد. از آن جا که صکوک منتشره به منظور تحصیل یک دارایی خاص برای بانی از سوی نهاد واسط منتشر می‌گردد، صکوک تأمین دارایی نامیده می‌شود (سروش، ۱۳۸۹).



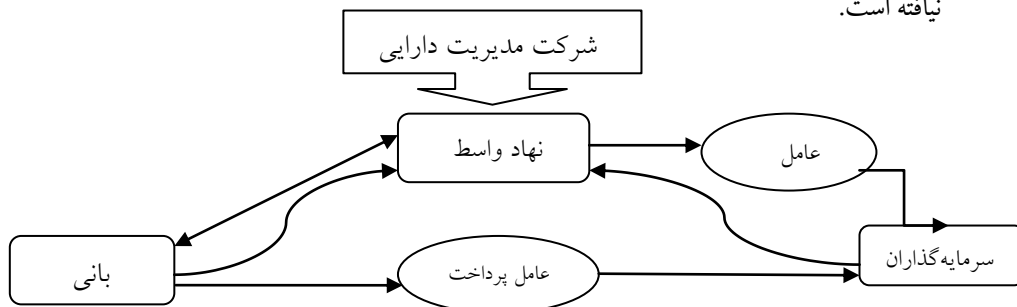
شکل (۱): اوراق اجاره/مرابحه تأمین دارایی

### ۱-۲- اوراق اجاره/مرابحه تأمین نقدینگی

بانی به نهاد واسط مراجعه نموده و تقاضای تأمین نقدینگی با انتشار صکوک را می‌کند. نهاد واسط صکوک اجاره یا مرابحه را منتشر نموده و از طریق عامل فروش به سرمایه‌گذاران واگذار می‌نماید. از محل وجوه دریافتی از سرمایه‌گذاران (به وکالت از ایشان) یکی از دارایی‌های بانی را خریداری نموده و دوباره به خود بانی اجاره داده<sup>۱</sup> یا به صورت بیع مرابحه با قیمت بیشتر به بانی می‌فروشد. وجوه

1. Sale and Lease back.

دریافتی بابت اجاره‌بها یا ثمن بیع مرابحه از طریق عامل پرداخت (وکیل نهاد واسط) به دارندگان صکوک تأدیه می‌گردد. از آن جا که صکوک منتشره به منظور جذب وجوه نقد برای بانی از سوی نهاد واسط منتشر می‌گردد، صکوک تأمین نقدینگی نامیده می‌شود (سروش، ۱۳۸۹). بنابراین، تفاوت این شیوه با طریقه نخست در آن است که نهاد واسط، دارایی را از خود بانی به صورت نقد خریداری نموده سپس همان دارایی را با قیمت بالاتر به صورت بیع مرابحه نسیه به بانی می‌فروشد. اوراق مرابحه‌ای که برای تأمین نقدینگی به شیوه مذکور منتشر شوند به لحاظ فقهی محل اشکال است (موسویان، ۱۳۸۶؛ جواهری، ۱۴۰۸ ه. ق). به همین دلیل، داشتن وحدت شخصیت حقوقی بانی و فروشنده از سوی قانونگذار در ماده ۴ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه ممنوع اعلام گردیده است. بنابراین، این طریقه از انتشار اوراق مرابحه مبنای قانونی در نظام حقوقی ایران نداشته و صورت اجرایی نیافته است.

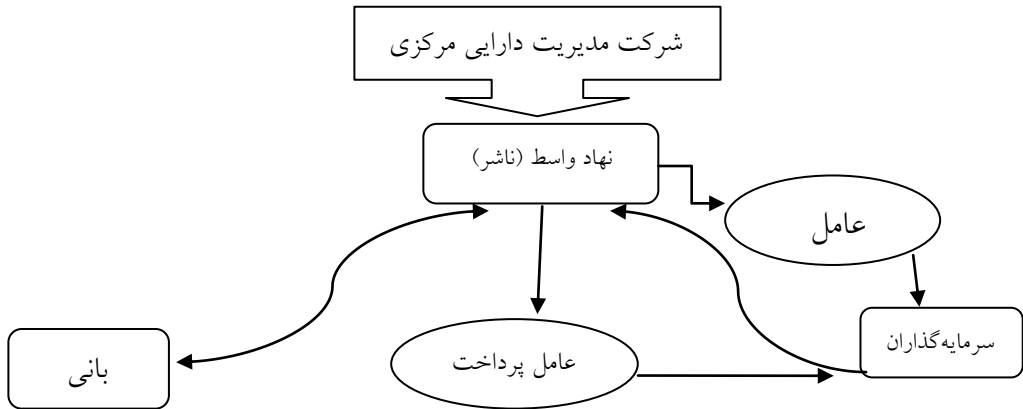


شکل (۲): اوراق اجاره/مرابحه تأمین نقدینگی

### ۱-۳- اوراق اجاره/مرابحه رهنی

این نوع از صکوک به طور معمول مورد استفاده بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری قرار می‌گیرد. در این روش، بانک یا موسسه مالی و اعتباری نقش بانی را داشته و تمایل به واگذاری طلب حاصل از ارائه تسهیلاتی دارد که سابقاً به شرکت‌ها، نهادها، خانوارها و بنگاه‌های اقتصادی، حسب مورد در قالب عقد اجاره به شرط تملیک یا به صورت بیع مرابحه واگذار نموده است. نهاد واسط اقدام به انتشار اوراق اجاره/مرابحه رهنی از طریق عامل فروش به عموم مردم نموده و با وجوه جمع‌آوری شده به وکالت از دارندگان صکوک، طلب حاصل از تسهیلات اجاره به شرط تملیک یا مرابحه را خریداری می‌کند (سروش، ۱۳۸۹). با فروش تسهیلات از سوی بانی رابطه نهاد واسط و بانی قطع می‌گردد در تسهیلات اجاره به شرط تملیک، مالک اصلی دارایی‌ها، دارندگان اوراق اجاره رهنی می‌باشند اما، در فرضی که تسهیلات به صورت بیع مرابحه بوده، دارندگان اوراق مرابحه رهنی مالک طلب حاصل از

تسهیلات مرابحه هستند که به صورت تنزیلی آن را خریداری نمودند. نهاد واسط به وکالت از دارندگان صکوک مبالغ دریافتی از دریافت کنندگان تسهیلات را در سرسیدهای مقرر به عامل پرداخت، تأدیه می کند تا میان سرمایه گذاران توزیع گردد.

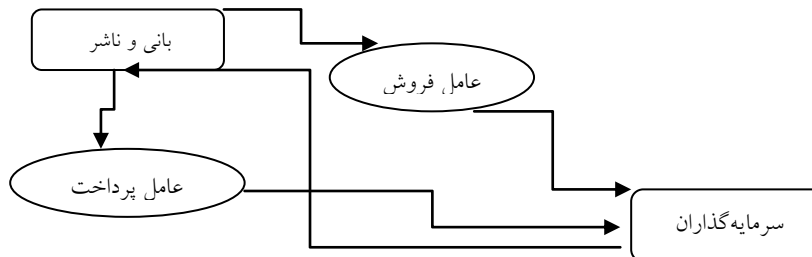


شکل (۳): اوراق اجاره/مرابحه رهنی

#### ۱-۴- اوراق مرابحه تأمین سرمایه بنگاه اقتصادی

کاربرد این اسلوب از تأمین مالی صرفاً در خصوص اوراق مرابحه پیشنهاد شده است؛ لیکن، به نظر می رسد که امکان اجرای آن در صکوک اجاره نیز متصور باشد. در این روش، یک بنگاه اقتصادی هم زمان دو نقش بانی و ناشر را دارد بدین صورت که با انتشار اوراق مرابحه، وجوه سرمایه گذاران را جمع آوری کرده و به وکالت از طرف دارندگان اوراق مرابحه، کالاهای مورد نیاز بخش دولتی و یا خصوصی اعم از سازمانها، شرکتهای وابسته به دولت، خانوارها را به صورت نقد خریده سپس با افزودن نرخ معینی به عنوان سود در قالب بیع مرابحه نسیه به اشخاص نامبرده می فروشد (سروش، ۱۳۸۹). بنگاه اقتصادی، سود حاصل از بیع مرابحه را پس از کسر درصدی به عنوان حق الوکاله ناشر (همان بنگاه اقتصادی یا بانی) به صورت فصلی یا سالانه به دارندگان اوراق مرابحه پرداخت می نماید. در این نوع صکوک، دارایی بنگاه اقتصادی در مقاطع زمانی مختلف ترکیبی از وجوه نقد، اجناس و مطالبات خواهد بود که صاحبان اوراق به صورت مشاع مالک آن می باشند. ماهیت حقوقی این نوع از صکوک به سهام شرکتهای نزدیک می باشد.

مقنن صرفاً انتشار اوراق مرابحه و همچنین اوراق اجاره را از سوی نهاد واسطه، مجاز قلمداد نموده است.<sup>۱</sup> بنابراین، انتشار صکوک مرابحه تأمین سرمایه و یا صکوک اجاره تأمین سرمایه (در فرض امکان اجرایی داشتن) فاقد وجهت قانونی است.



شکل (۴): اوراق مرابحه تأمین سرمایه بنگاه اقتصادی

## ۲- ضوابط حاکم بر صکوک اجاره و مرابحه

در قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه، تشریح انواع مختلف شیوه‌های تأمین مالی با استفاده از صکوک اجاره و مرابحه به صورت صریح انجام نپذیرفته است، لیکن مقنن با وضع موادی وجود برخی از این ارکان را ممنوع نموده که استنتاج منطقی چنین منعی، فقدان وجهت قانونی آن شیوه از انتشار صکوک مرابحه یا اجاره است. بنابراین، هنگامی که بانی برای تأمین دارایی خاص یا نقدینگی خود با اخذ مشاوره های تأمین مالی<sup>۲</sup> رهنمون به استفاده از ابزار مالی صکوک می‌گردد، در فرضی که تمایل به تأمین نقدینگی داشته باشد، صکوک اجاره به وی پیشنهاد می‌گردد چراکه وحدت شخصیت حقوقی بانی و فروشنده در انتشار اوراق اجاره ممکن بوده<sup>۳</sup> ولی در اوراق مرابحه ممنوع می‌باشد. بانی با فروش یکی از دارایی‌های خود و انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک با نهاد واسطه ضمن تأمین نقدینگی برای بنگاه اقتصادی خود می‌تواند با انجام تعهدات مربوط به قرارداد اجاره به شرط تملیک در انقضای مدت اجاره، ملکیت دارایی مورد اجاره را برای خود دوباره به ارمغان آورد.

اما، در فرضی که بانی تمایل به تأمین دارایی خاصی داشته باشد، هر دو شیوه صکوک مرابحه و همچنین صکوک اجاره می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. حسب آن که بانی در طول مدت قرارداد پایه، تمایل به در ملکیت داشتن دارایی مذکور داشته باشد یا خیر، صکوک پیشنهادی به وی متفاوت

۱. ماده ۳ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه و دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.

۲. مشاوره عرضه یک نهاد مالی تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است که استفاده از شیوه تأمین مالی مناسب با وضعیت بانی را به وی پیشنهاد می‌نماید.

۳. ماده ۴ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.

خواهد بود؛ بدین صورت که در قرارداد بیع مرابحه، مالکیت دارایی به بانی منتقل می شود، ولی در قرارداد اجاره در مدت قرارداد، بانی مالک دارایی نمی باشد.

در فرضی که صکوک اجاره برای تأمین مالی بانی انتخاب می شود بر اساس ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، دو نوع قرارداد اجاره باماهیت حقوقی «اجاره به شرط تملیک» و «اجاره با اختیار فروش دارایی در سرسید اجاره با قیمت معین» می تواند قرارداد پایه قرار گیرد.

در فرضی که قالب قرارداد پایه، «اجاره به شرط تملیک» باشد؛ هرچند پیرامون ماهیت حقوقی قرارداد اجاره به شرط تملیک میان حقوقدانان اختلاف نظر است (تفرشی و وحدتی، ۱۳۸۰: ۱۲۴)، لیکن نظر قالب بر عقد اجاره بودن به همراه شرط ضمنی تملیک مورد اجاره است که درج شرط تملیک در عقد اجاره به صورت شرط فعل حقوقی و یا شرط نتیجه متصور می باشد. بدین صورت که با انقضای مدت اجاره و انجام کامل تعهدات از سوی مستأجر (بانی) در شرط فعل حقوقی، مالک متعهد به انعقاد عقد بیع با مستأجر و انتقال مورد اجاره بوده، لیکن درج شرط تملیک به صورت شرط نتیجه، با انقضای مدت قرارداد اجاره، مورد اجاره خود به خود به ملکیت مستأجر درمی آید و انشای حقوقی جدیدی از سوی مالک مورد نیاز نمی باشد. با وجود امکان حقوقی درج شرط تملیک به دو صورت مذکور، به لحاظ وجود برخی شبهات فقهی در قالب شرط نتیجه، این امر از سوی کمیته فقهی سازمان بورس، وفق مصوبه ۱۳۸۶/۴/۲۰ مورد پذیرش قرار نگرفته است. در نتیجه، ماهیت حقوقی «شرط تملیک»، شرط فعل حقوقی می باشد.

در صورتی که «اجاره با اختیار فروش دارایی در سرسید اجاره با قیمت معین» برای قرارداد پایه انتخاب گردد، در واقع ماهیت حقوقی قرارداد پایه متشکل از دو قرارداد است؛ نخست، عقد اجاره فی مابین بانی و نهاد واسطه به وکالت از دارندگان صکوک اجاره در نقش مستأجر و موجر. قرارداد دوم، تعهد بانی و اختیار نهاد واسطه به انعقاد عقد بیع نسبت به عین مستأجره.

موضوع قرارداد اختیار فروش، تعهد خریدار مبنی بر خرید دارایی با اوصاف معین و قیمت مشخص (همان دارایی موضوع قرارداد اجاره)، با اختیار قبول یا رد آن توسط فروشنده (نهاد واسطه) است. در صورت تخلف خریدار از قبول مالکیت دارایی و نقض تعهد، وی مکلف به پرداخت درصدی از سرمایه تأمین شده از انتشار اوراق صکوک به نهاد واسطه می باشد. وجه التزام مذکور در قرارداد نمونه اختیار فروش که توسط سازمان بورس تنظیم شده، مورد توافق طرفین قرار می گیرد، لیکن پرداخت وجه التزام و خسارات ناشی از نقض تعهد مانع از مطالبه اجرای عین تعهد نبوده و نهاد واسطه همچنان حق الزام خریدار به انجام فعل حقوقی را خواهد داشت. به منظور تضمین انجام تعهد از سوی خریدار،

نهاد واسط از وی ضمانتنامه بانکی دریافت می‌کند که در صورت انجام کامل تعهدات به وی مسترد می‌گردد. این نوع از صکوک اجاره مورد استقبال شرکت‌های مختلف برای تأمین مالی قرار نگرفته است چراکه اختیار نهاد واسط در فروش و انتقال دارایی به بانی سبب گردیده که بنگاه‌های اقتصادی ریسک عدم انتقال را نپذیرفته و این شیوه از انتشار صکوک اجاره در بازار سرمایه متروک ماند.

با انتخاب قرارداد پایه مناسب در انتشار صکوک مرابحه یا اجاره، دارایی پایه نیز بایستی مطابق شرایط قانونی انتخاب گردد. دارایی‌های مورد قبول از سوی مقنن جهت انتشار اوراق اجاره به لحاظ ضرورت بقای مال مورد اجاره در طول مدت اجاره؛ زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین آلات و تجهیزات و همچنین وسایل حمل و نقل است، لیکن در اوراق مرابحه به جهت ماهیت حقوقی قرارداد پایه که بیع مرابحه است، دارایی پایه علاوه بر موارد فوق الذکر می‌تواند مواد و یا کالا<sup>۱</sup> نیز باشد. دارایی پایه باید به گونه‌ای انتخاب شود که به کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریان نقدی شده (تأمین نقدینگی) یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید (تأمین دارایی).

دوره عمر صکوک مرابحه یا اجاره بر اساس ماده ۱۶ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۹۰/۸/۲۳ شورای عالی بورس و اوراق بهادار، نباید بیش از باقیمانده عمر اقتصادی دارایی پایه باشد. به همین دلیل، ارزش دارایی پایه و عمر اقتصادی آن باید توسط کارشناس رسمی دادگستری یا حسب تشخیص سازمان بورس به سایر روشهای قابل اتکا و مطمئن تعیین شود. چنانچه دارایی پایه به تأیید سازمان بورس، واجد قیمت رسمی و معین بوده و نهاد واسط دارایی را مستقیماً از تولیدکننده خریداری نماید، ارزیابی دارایی پایه ضروری نخواهد بود.

صکوک در جایگاه نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به صورت ذاتی نسبت به دیگر ابزارهای مالی از ریسک بیشتری برخوردار است (Arsalan Tariq, et al., 2007). علت این موضوع آن است که اکثر ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت دارایی می‌باشد و این موضوع سبب انتقال ریسک دارایی به سرمایه‌گذاران می‌شود (Adam, et al., 2004). در صکوک اجاره و مرابحه نیز ریسک از بین رفتن دارایی پایه در طول مدت قرارداد پایه وجود دارد. در صکوک اجاره چون بانی در نقش مستأجر از دارایی پایه منتفع می‌شود، امکان تعدی و تفریط بانی به دلیل مالک نبودن وی قابل تأمل می‌باشد. اما، در اوراق مرابحه به لحاظ انتقال مالکیت دارایی پایه به بانی کمتر محسوس است. با این وجود، در صورت از بین رفتن دارایی پایه در اوراق مرابحه ممکن است بانی در پرداخت اقساط بیع مرابحه تعلل

۱. مواد یا کالا به دارایی‌هایی اطلاق می‌شود که به منظور ساخت محصول، خریداری می‌شوند تا در فرآیند تولید توسط بانی مورد استفاده قرار گیرند (تبصره ۱ ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه).

ورزد. از این رو، در اوراق اجاره و همچنین اوراق مرابحه بیمه دارایی پایه به استثنای مواد و کالا در طول مدت قرارداد بر عهده بانی قرار داده شده است.

دارایی پایه به لحاظ وضعیت حقوقی نیز بایستی حائز شرایط ذیل باشد:

- هیچ گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی وجود نداشته باشد.
- تصرف و اعمال حقوق مالکانه در دارایی پایه برای نهاد واسط محدودیتی نداشته باشد.
- امکان واگذاری دارایی پایه به غیر وجود داشته باشد.

در صکوک اجاره، یک شرط در وضعیت حقوقی دارایی پایه از سوی مقنن پیش بینی گردیده که در صکوک مرابحه تعدیل شده است. در صکوک اجاره چنانچه مالی مشاع باشد نمی تواند دارایی پایه قرار گیرد<sup>۱</sup> اما در صکوک مرابحه دارایی مشاع را به شرط واگذاری مالکیت کل دارایی<sup>۲</sup>، می توان مبنای انتشار اوراق مرابحه قرار داد. به لحاظ تشابه ماهیت حقوقی انتشار اوراق اجاره و مرابحه، وضع ممنوعیت نسبت به اموال مشاع در صکوک اجاره بدون مبنای منطقی بوده و مناسب است با درج شرط واگذاری مالکیت کل دارایی، از انعقاد قراردادهای فرعی دیگر برای بستر سازی امکان انتشار صکوک اجاره، اجتناب نمود.

پس از انتخاب قرارداد پایه و دارایی پایه مناسب، تبیین جایگاه حقوقی نهاد واسط به عنوان یکی از طرفین قراردادهای مبنای انتشار صکوک اجاره و مرابحه چالش برانگیز است. چنانچه متقاضیان تأمین مالی بدون وجود یک نهاد واسط با عموم مردم و سرمایه گذاران مواجه بودند اولاً امکان انعقاد قرارداد بیع یا اجاره و انجام تعهدات منبث از عقود مذکور به لحاظ تعداد زیاد سرمایه گذاران و حجم بالای تأمین مالی در انتشار صکوک غیرممکن بود ثانیاً صکوک اجاره و مرابحه، اوراق بهادار قابل نقل و انتقال هستند که در بازار بورس اوراق بهادار یا فرابورس به صورت مستمر مالکین این اوراق تغییر می کند. بنابراین، بانی در هر انتقال مالکیت اوراق اجاره یا مرابحه، بایستی برای انجام تعهدات یا استیفای حقوق خود با اشخاص جدیدی مواجه می گردید. به همین دلیل، نهاد واسط به عنوان یک نهاد مالی در قالب شرکت بامسئولیت محدود، حلقه اتصال سرمایه گذاران و بانی را فراهم می آورد. رابطه نهاد واسط با عموم مردم در قالب وکالت قابل توجیه است؛ همچنانکه مقنن در مقررات حاکم بر انتشار اوراق مرابحه و اجاره پیش بینی نموده<sup>۳</sup> که با خرید اوراق مرابحه و همچنین اجاره رابطه وکیل و موکل

۱. بند «الف» ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.

۲. تبصره ۲ ماده ۱۰ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.

۳. ماده ۱۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.



میان ناشر (نهاد واسط)<sup>۱</sup> و خریداران صکوک برقرار می‌گردد. بدین توضیح که در صکوک اجاره، نهاد واسط به وکالت از طرف خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره آن به بانی است؛ لیکن در صکوک مرابحه نهاد واسط به وکالت از سوی خریداران اوراق، ملزم به خرید دارایی موضوع انتشار به صورت نقد و بیع مرابحه اقساطی آن به بانی می‌باشد.

موضوع متفاوتی که مقنن در انتشار صکوک مرابحه و اجاره مقرر نموده، پیرامون نحوه وکالت دادن سرمایه گذاران به نهاد واسط است. مقنن در صکوک مرابحه وفق ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه مصوب ۱۳۹۰/۹/۲۶ هیأت‌مدیره سازمان بورس، پیش بینی نموده که «در اسناد موضوع انتشار اوراق مرابحه باید قید شود که خرید اوراق به منزله قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تصفیه نهایی اوراق، غیر قابل عزل و معتبر است». اینکه خرید اوراق به منزله قبول وکالت ناشر (نهاد واسط) باشد، سبب سهولت نقل و انتقال صکوک مرابحه در بازار بورس اوراق بهادار یا فرابورس می‌گردد؛ اما نقدی که به مقرر مذکور وارد است اینکه «وکالت»، ماهیت حقوقی رابطه وکیل و موکل بوده و قابلیت عزل ندارد بلکه عزل صرفاً در مورد وکیل مصداق دارد. بنابراین، باید عنوان می‌گردد که «ناشر به عنوان وکیل تا سررسید و تصفیه نهایی اوراق غیرقابل عزل است».

اما در صکوک اجاره مطابق ماده ۱۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مقرر گردیده «تملیک اوراق اجاره به منزله قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تصفیه نهایی اوراق اجاره غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است». اینکه مقنن صرف «تملیک» را به منزله قبول وکالت ناشر اعلام نماید از دو جهت قابل نقد می‌باشد نخست آن که تملیک، عمل حقوقی ناشر و قبول تملیک، عمل حقوقی سرمایه‌گذاران است. بنابراین، تا قبول سرمایه‌گذاران احراز نگردد با تملیک بانی حتی اوراق اجاره به ملکیت سرمایه‌گذاران در نمی‌آید که بتوان آن را نشان از عمل حقوقی دیگری مانند وکالت دانست. نقد دوم وجود عبارت «عزل وکالت ناشر» که به اشتباه همانند مقررات صکوک مرابحه به کار رفته است.

دو مسأله حقوقی در موضوع وکالت حائز اهمیت به نظر می‌رسد. نخست؛ وکالت نهاد واسط در صورت انتقال صکوک اجاره یا مرابحه در بازار بورس یا فرابورس است که در این خصوص می‌توان مقررات مصوب نهاد ناظر را شرط ضمنی حاکم بر تمامی روابط صکوک دانست لذا مواد ۱۲

۱. انتشار صکوک اجاره و مرابحه صرفاً توسط نهاد واسط مجاز است (ماده ۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره و دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه).

دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه و ۱۳ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره بر خریداران اوراق نیز حاکم است و مسأله دوم؛ تأثیر موارد انفساخ و کالت همچون فوت، حجر یا جنون هر یک از سرمایه گذاران در وکالت نهاد واسط و فرآیند تأمین مالی است. زیرا در صورت حجر دارنده اوراق یا فوت وی، عقد وکالت منفسخ شده و نهاد واسط نسبت به اوراق بهاداری که مالکیت آن متعلق به محجور یا متوفی بوده و به تبع نسبت به مال مشاع موضوع انتشار صکوک، وکالت نخواهد داشت (رحیمی، ۱۳۸۹).

در صورت بروز اختلاف میان هریک از ارکان انتشار صکوک اجاره یا مرابحه، هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار که به اختلافات فعالان بازار سرمایه ناشی از فعالیت حرفه ای رسیدگی می نماید، حل و فصل شده و رأی مقتضی صادر می کند. قرار دادن عنوان «هیأت داوری» برای مرجع صالح رسیدگی به اختلافات اشخاص در بازار سرمایه نباید حمل بر نهاد داوری موضوع قانون آیین دادرسی مدنی شود.

### نتیجه گیری

در این نوشتار با بررسی و تحلیل الزامات حاکم بر صکوک اجاره و مرابحه، این نکته مشخص گردید که مقنن در تدوین و تصویب مقررات از یک پیش نویس مشابه بهره برده و سعی در قالب بندی آن متناسب با ماهیت حقوقی متفاوت این دو نوع صکوک نموده است. این امر به نوبه خود سبب وجود ایرادات حقوقی مشابهی در متون قانونی مذکور گردیده است. از سوی دیگر، اصلاحات کنونی وارد بر ضوابط حاکم بر صکوک اجاره به دلیل فقدان سنجش و تعیین دقیق ریسک های حقوقی و اقتصادی این نوع ابزار مالی بوده که اعمال اصلاحات مقتضی نسبت به مقررات صکوک اجاره را اجتناب ناپذیر نموده است. این موضوع برای صکوک مرابحه نیز قابل تامل به نظر می رسد، لذا تعاملات تنگاتنگ حقوقدانان و کارشناسان مدیریت مالی برای داشتن بازار سرمایه کارآمد با ابزارهای مالی متنوع ضروری است و موجب تسهیل جذب سرمایه گذاران خارجی، همپایه سرمایه گذاران داخلی در بازار سرمایه ایران می گردد. در این راستا، پیشنهادات ذیل در خصوص صکوک اجاره و مرابحه ارائه می گردد:

- الزام بانی به ایجاد سیستم داخلی جهت جداسازی حساب های مالی مربوط به انتشار صکوک اجاره و مرابحه از سایر حساب های مالی بنگاه اقتصادی.
- نحوه وکالت سرمایه گذاران به نهاد واسط تبیین گردیده و برای موارد انفساخ وکالت در فرض محجوریت سرمایه گذار و یا فوت وی تدبیری اندیشیده شود.

- صکوک با سرسیدهای مختلف نشر یابد تا سرمایه گذاران با برنامه‌های اقتصادی مختلف را به بازار سرمایه جذب نمایند.
- در صکوک اجاره همانند صکوک مرابحه می‌توان مال مشاع را دارایی پایه انتخاب نمود. از سوی دیگر، منع قانونی در صکوک اجاره فاقد مبنای حقوقی یا توجیه اقتصادی به نظر می‌رسد.

## منابع و مأخذ

۱. ابراهیمی، مریم، (۱۳۸۹)، «نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن»، مجله پژوهش‌های حقوقی، نشر شهر دانش، شماره ۱۷، تهران.
۲. احمدی حاجی آبادی، سید روح ا...، (۱۳۸۶)، «بررسی فقهی- نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، نشریه راهبرد یاس، شماره ۱۲، تهران.
۳. افوام البستانی، فواد، (۱۳۷۵)، «فرهنگ عربی به فارسی ترجمه منجدالطلاب»، ترجمه محمد بندر ریگی، انتشارات اسلامی، چاپ چهاردهم، تهران.
۴. پهلوان، حمید و رضوی، سیدروح ا...، (۱۳۸۶)، «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران.
۵. تفرشی، محمدعلی و وحدتی شبیری، سید حسن، (۱۳۸۰)، «ماهیت حقوقی، احکام و آثار قرارداد اجاره به شرط تملیک»، نشریه دانشور، شماره ۳۶، تهران.
۶. جواهری، حسن محمدتقی، (۱۴۰۸ ه ق)، «الربا فقیهاً و اقتصادياً»، دار المرئضی، بیروت.
۷. رحیمی، سید علی اصغر، (۱۳۸۹)، «بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار اجاره»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)، تهران.
۸. سازمان حسابرسی، (۱۳۸۸)، «اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی: استانداردهای حسابداری»، نشر سازمان حسابرسی، چاپ شانزدهم، تهران.
۹. سروش، ابوذر و صادقی، محسن، (۱۳۸۶)، «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، مجله علمی- پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷، تهران.
۱۰. سعیدی، علی و سروش، ابوذر، (۱۳۸۸)، «ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق صکوک اجاره در ایران»، مجله علمی- پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳، تهران.
۱۱. سروش، ابوذر، (۱۳۸۹)، «مروری بر ابزارهای مالی اسلامی با تأکید بر اوراق اجاره در ایران»، گزارش مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۱۲. سلطانی، محمد، (۱۳۹۱)، «تیین و تحلیل جایگاه ماده ۹۹ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور»، فصلنامه علمی- پژوهشی بورس اوراق بهادار، شماره ۲۰، تهران.
۱۳. صالح آبادی، علی، (۱۳۸۴)، «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه»، فصلنامه علمی- پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۵، تهران.

۱۴. قنوتی، جلیل و داوری لنگرودی، مرضیه، (۱۳۹۰)، «مطالعه تطبیقی و بررسی خصوصیات حقوقی اوراق اجاره در قوانین ایران، مالزی و انگلیس»، مجله علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، تهران.
۱۵. مبلغی، احمد، (۱۴۲۸ ه ق)، «نظرة فقهیه الی صکوک الاجاره»، فقه اهل بیت، العدد ۴۵.
۱۶. مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، (۱۳۸۹)، «نهادهای مالی»، نشر شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، جلد اول، تهران.
۱۷. موسویان، سیدعباس، (۱۳۸۶)، «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»، نشر سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول، تهران.
۱۸. موسویان، سیدعباس و فراهانی‌فرد، سعید، (۱۳۸۵)، «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، مجله علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۲۴، تهران.
۱۹. نجفی، احمد، (۱۳۸۵)، «بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)، تهران.
۲۰. نجفی، محمدحسن، (۱۴۱۲ ه ق)، «جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام»، موسسه المرتضی العالمیه، بیروت.

21. Adam, Nathif j.& Thomas, Abdulkaber, 2004, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Euromoney Books.
22. Ajman Bank, 2006, Tabreed Preliminary Prospectus Ajman Bank, Ajman.
23. Arsalan Tariq, Ali.& Dar, Humayon, 2007, Risks of Sukuk structures: Implications for Resource Mobilization, Thunderbird International Business Review, Vol 49, March-April.
24. Arsalan Tariq, Ali. , 2004, Managing Financial Risks of Sukuk Structures: [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com).
25. Crouhy, Michel, Galai, Dan & Mark, Robert, 2006, Essentials of Risk Management, McGraw-Hill.
26. Global Body for Professional Accountants, Islamic Finance-Theory and Practical Use of Sukuk Bonds: [www.accaglobal.com](http://www.accaglobal.com).
27. Wan Yean, Tan, 2010, Sukuk: Issues and the Way Forward: [www.assaif.org](http://www.assaif.org)
28. Wedderburn-Day, A.Roger, 2010, Sovereign Sukuk: Adaption and Innovation, Duke University School of Law, A Global Perspective on Sentencing Reforms: [www.duke.edu/journals](http://www.duke.edu/journals)
29. Wilson, Rodney, 2011, Overview of Sukuk Market, Institute for Middle Eastern: [www.euromoneybooks.com](http://www.euromoneybooks.com)
30. Hafizi, AbMajid, Shahida, Shahimi & MohdHafizuddin, SyahBangaan Abdullah, 2011, Sukuk Defaults and Its Implication: A Case Study of Malaysian, 8<sup>th</sup> International Conference on Islamic Economic and Finance: [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com)