

بررسی فقهی - نظری

اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

سید روح . . . احمدی حاجی آبادی^۱

(تاریخ دریافت ۸۶/۹/۵ - تاریخ تصویب ۸۶/۱۱/۲۱)

چکیده

بانک‌های اسلامی با وجود اوراق صکوک در بازار مالی می‌توانند ترازنامه خود را به صورت اثربخش‌تری مدیریت کنند. از طرف دیگر افرادی که حجم عظیمی از نقدینگی در اختیار دارند و بازده اندکی از آن بدست می‌آورند، اکنون با خرید اوراق قابل معامله صکوک می‌توانند از نرخ بازده واقعی رقابتی آن‌که قابل مقایسه با نرخ بازده بازار کلاسیک است، بهره‌مند شوند. گذشته از این بانک‌های اسلامی که برای مدیریت نقدینگی خود از مباحه کالا استفاده می‌کنند، می‌توانند از صکوک برای کسب بازده و همچنین مدیریت نقدینگی خود استفاده کنند. اکثر اوراق صکوک که تاکنون منتشر شده است را نهادهای مالی بزرگ از قبیل بانک‌های مرکزی بانک‌های اسلامی، بخش خصوصی و نهادهای مالی غیر بانکی دیگری خریداری کرده‌اند. این نهادها در واقع مزاد نقدینگی خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق صکوک اختصاص داده‌اند و اکثر آنها تمایل دارند این اوراق را تا تاریخ سررسید نگهداری کنند. بنابراین این نهادها هیچ نیازی به یک بازار ثانویه برای معامله اوراق صکوک خود ندارند، اما باید به این موضوع هم توجه داشت که سرمایه‌گذاران فردی ممکن است به شدت به یک بازار ثانویه نیاز داشته باشند، زیرا رویکرد آنها برای سرمایه‌گذاری با رویکرد نهادهای مالی بزرگ متفاوت می‌باشد.

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها

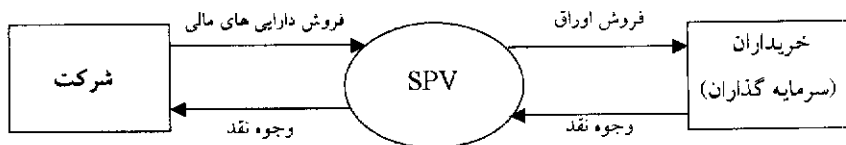
(۱) تبدیل کردن دارایی‌های مالی به اوراق بهادار

۱-۱) تعریف: فرآیندی است که طی آن دارایی‌های مؤسسه وام‌دهنده به طریقی از ترازنامه آن مؤسسه جدا شده و سرمایه‌گذارانی در ازای دریافت یک نوع از ابزارهای مالی مالکیت آنها را به دست می‌گیرند. سرمایه‌گذاران در واقع با خرید این ابزار مالی قابل تبدیل، به تأمین مالی مؤسسه کمک می‌کنند.

۱-۲) فرایند تبدیل کردن دارایی‌های مالی به اوراق بهادار

شرکت و مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک شرکت با مقصد خاص^۱ می‌کند و آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند را به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص (SPV) برای اینکه وجوه لازم برای خرید دارایی‌های مالی مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می‌کند و آنرا به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس SPV وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی بدست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به شرکت اصلی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی، بازدهی کسب می‌کنند. برخی از دارایی‌های مالی دارای جریان نقدی آتی را که می‌توان به پشتوانه آنها اوراق بهادار منتشر نمود عبارتند از: حساب‌های دریافتی حاصل از وام (اقساط وام)، حساب‌های دریافتی مربوط به کارت‌های اعتباری و حساب‌های دریافتی حاصل از لیزینگ.

فرآیند کلی توضیحات بالا را می‌توان در قالب شکل زیر بیان نمود:



مابه التفاوت سود حاصل از وام‌ها و سود پرداخت شده به سرمایه‌گذاران صرف هزینه‌های مربوط به انتشار اوراق، بیمه کردن وام‌های اعطایی به مشتریان و سود SPV، می‌شود.

۲) تبدیل کردن دارایی‌های عینی به اوراق بهادار:

۱-۲) تعریف: فرآیندی است که طی آن مؤسسه‌ای که از یک طرف نیاز به تأمین مالی دارد و از طرف دیگر یکسری دارایی (ها) فیزیکی و یا عینی قابل خرید و فروش در اختیار دارد، به پشتوانه این دارایی (ها) اقدام با انتشار اوراق مالی کرده و سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق، مالکیت دارایی (ها) را تصاحب می‌کنند و به فرآیند تأمین مالی مؤسسه نیز کمک می‌کنند. در کشورهای اسلامی با استفاده از این فرآیند و تکنیک، ابزار جدید مالی به نام صکوک معرفی شده که در واقع جایگزینی است برای آن نوع از اوراق بهاداری که از دیدگاه شرعی با چالش مواجه هستند. از جمله اوراقی که به لحاظ شرعی با مشکل روبرو هستند اوراق قرضه متداول در غرب می‌باشد. صکوک را می‌توان اوراق قرضه اسلامی دانست، به این ترتیب که وجود دارایی (ها) عینی به عنوان پشتوانه این اوراق، چالش جدی پرداخت سود به اوراق قرضه بدون پشتوانه را مرتفع می‌کند. در ادامه پس از تعریف صکوک به توضیح نحوه انتشار این اوراق خواهیم پرداخت.

۲-۲) صکوک:

تعریف لغوی: واژه صکوک برگرفته از واژه چک، به معنای ورقه بهادار می‌باشد که در زبان عربی صک خوانده می‌شود و جمع آن یعنی اوراق، صکوک نامیده می‌شود و منظور از آن حواله، سفته، سند و به طور کلی هر چیزی است که بیان‌کننده هر گونه تعهد و اقرار می‌باشد. تعریف اصطلاحی: در تعریف سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی چنین آمده که صکوک عبارت است از اوراقی با ارزش اسمی یکسان 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. (ماهنامه استاندارد شرعی، شماره ۱۷) براین اساس چهارده نوع صکوک معرفی شده است که عبارتند از:

- ۱) صکوک مالکیت دارایی‌های مورداجاره.
- ۲) صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود.
- ۳) صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود.
- ۴) صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شوند.
- ۵) صکوک سلم (سلف)
- ۶) صکوک استصناع

- ۷) صکوک مباحه
- ۸) صکوک مضاربه
- ۹) صکوک مساقات
- ۱۰) صکوک مشارکت
- ۱۱) صکوک مزارعه
- ۱۲) صکوک نماینده سرمایه گذاری
- ۱۳) صکوک ارائه خدمات
- ۱۴) صکوک حق الامتياز

برخی از این صکوک دارای بازدهی ثابت و برخی دیگر دارای بازدهی متغیر می‌باشند.

مقایسه صکوک با ابزارهای مالی دارای درآمد ثابت در غرب (مورد اوراق قرضه) تفاوت‌های موجود بین صکوک و اوراق قرضه

- ۱- صکوک بیانگر مالکیت دارایی (ها) مشخص برای دارنده اوراق می‌باشد در حالیکه اوراق قرضه - فقط حاکی از تعهد یک بدهی برای مالک ورقه توسط شخص دیگری می‌باشد.
- ۲- دارایی‌های موضوع صکوک بایستی از نظر شرعی مجاز و صحیح باشند در حالیکه در اوراق قرضه بعضاً دارایی‌هایی که مورد تأیید شرع نمی‌باشد به عنوان پشتوانه مطرح می‌باشند.
- ۳- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادر کننده و یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود در حالیکه اعتبار صکوک تنها به ارزش دارایی پشتوانه اوراق بستگی دارد.
- ۴- در اوراق قرضه، سود ثابت و تضمین شده است در حالیکه در صکوک با بازدهی متغیر هم سود و هم زیان هر دو امکان پذیر است.

وجوه تشابه صکوک با اوراق قرضه

- ۱- هر دو در بازار ثانویه قابلیت نقد شوندگی دارند.
- ۲- هر دو توسط موسسات رتبه بندی امکان درجه بندی شدن را دارند.
- ۳- در طراحی هر دو، تنوع در عرضه وجود دارد.

اصول کلی حاکم بر بازارهای مالی اسلامی

مهمترین اصول حاکم بر نظام مالی اسلامی را می‌توان در قالب هفت اصل بیان نمود که در اینجا تنها به صورت خلاصه به بیان این اصول اکتفا می‌کنیم:

- ۱- **اصل نخست** در این نظام، حرام بودن ربا می‌باشد. چه این ربا از نوع ربای قرضی باشد (مانند اینکه فردی به طرف دیگر ۱۰۰ هزار تومان پول قرض بدهد به شرط اینکه ماه آینده ۱۱۰ هزار تومان باز پس گیرد) و چه از نوع ربای معاملی باشد (مانند اینکه فردی به طرف دیگر یک کیلوگرم گندم بدهد به شرط اینکه ماه آینده دو کیلوگرم گندم پس بگیرد) که البته علت حرمت ربای معاملی در فقه شیعه، حریمی است که فقهای شیعه برای ربای قرضی قائلند. بدین معنا که شکستن این حریم به انجام ربای قرضی منجر خواهد شد. در مورد آیات و روایات مربوط به حرمت ربا تاکنون مطالب زیادی منتشر شده است، لذا از آوردن این آیات و روایات چشم پوشی می‌کنیم.
- ۲- **اصل دوم**، مشارکت در سود و زیان می‌باشد بدین معنا که هر دو طرف شرکت کننده در فرآیند انجام یک عملیات سرمایه‌گذاری بایستی هم در ریسک‌ها و خطرات و هم در سودها و مزایای عملیات به نسبت آورده نقدی خود سهیم باشند.
- ۳- **اصل سوم** اجتناب از غرر می‌باشد. از مهمترین دلایلی که در این مورد وارد شده می‌توان به آیه " ... لا تأکلوا أموالکم بینکم بالباطل. . ." و روایت مشهور از پیامبر اکرم (صل الله علیه و آله و سلم) که آمده است " نهی النبی عن الغرر " و نیز حدیثی از امام علی (علیه السلام) که فرمودند: "إن الغرر عمل ما لا یؤمن معہ الغرر" (نجفی، ۱۳۶۵، ج ۲۲: ۳۷۸) اشاره کرد.
- ۴- **اصل چهارم** این است که پول، سرمایه بالقوه است. در نظام مالی اسلامی پول به خودی خود ارزش ندارد و دارای قدرت زاینده‌گی نمی‌باشد در حالی که در سیستم ربوی پرداخت بهره ثابت به وسیله بانک یا مؤسسه مالی قائل بودن، نوعی قدرت زاینده‌گی برای پول است. اقتصاددانان اسلامی پول را زمانی دارای ارزش می‌دانند که از طریق ورود به جریان اقتصادی، به سرمایه واقعی تبدیل شود. حال اگر سؤال شود سرمایه بالفعل چیست، در پاسخ می‌توان گفت پولی که به موجب یکی از عقود با یکی دیگر از عوامل تولید ترکیب شود تبدیل به سرمایه بالفعل می‌شود مثلاً در مضاربه پول با یک عامل تولید به نام کار ترکیب و تبدیل به سرمایه بالفعل می‌شود.

۵- **اصل پنجم**، ممنوعیت عملیات بورس‌بازی می‌باشد. بورس‌بازی در اصطلاح، به خطر انداختن کالا یا سرمایه در مواجهه با یک عدم اطمینان است که معمولاً تصمیم‌گیری در شرایط حدس و گمان را در بر می‌گیرد. لذا بورس‌بازی نوعی فعالیت اقتصادی می‌باشد که با هدف دستیابی به سود از طریق پیش‌بینی تغییرات قیمت انجام می‌گیرد. بر اساس پذیرش درجه و نوع ریسک و اعمالی که جهت کسب سود انجام می‌شوند، می‌توان میان بورس‌بازی اعتراض‌آمیز و بورس‌بازی غیر اعتراض‌آمیز تمایز قائل شد. بورس‌بازی اعتراض‌آمیز دارای جنبه‌های زیر می‌باشد:

(۱) دستکاری قیمت و سوق دادن آن به سویی خاص

(۲) جهل در معاملات

(۳) غرر در معاملات

(۴) تبانی در معاملات

(۵) اشاعه کذب و ارائه اطلاعات غلط و گمراه‌کننده

(۶) انجام معاملات صوری و دستکاری ناعادلانه در بازار

(۷) معاملات مبتنی بر اطلاعات داخلی که بعضاً موجب غبن طرف مقابل می‌شود.

بورس‌بازی غیر اعتراض‌آمیز را نیز می‌توان حالت عادی شرکت‌کنندگان خرده‌پا در عملیات بازار بورس دانست.

۶- **اصل ششم**، اصل ایفای تعهدات می‌باشد که از جمله مهمترین دلایل آن می‌توان به آیه "أوفوا بالعقود" (سوره مائده، آیه ۱) و حدیث پیامبر اکرم (صلی الله علیه و آله وسلم) که می‌فرماید: "المؤمنون عند شروطهم" (شیخ طوسی، ۱۴۰۹ق، ج ۲: ۱۱۵) و اجماع موجود میان فقها مبنی بر «المؤمن إذا وعد وفی» (موسوی قزوینی، ۱۴۰۳ق، ج ۳: ۱۲۸) اشاره کرد.

۷- **اصل هفتم**، ممنوعیت از انجام فعالیت‌های نامشروع می‌باشد. در واقع اسلام از اینکه مسلمانان جریانات نقدی خود را صرف انجام عملیات سرمایه‌گذاری مربوط به فعالیت‌های نامشروع کنند، نهی می‌کند.

اقدامات و الزامات قانونی جهت شرعی شدن فرایند انتشار صکوک از منظر بانک توسعه اسلامی^۱

- ۱) انتشار اوراقی که بیانگر مطالبات باشد، جایز نیست مثل فروش دین.
 - ۲) آگهی عرضه صکوک بایستی در بردارنده همه اطلاعات کافی در زمینه تمام گروه‌هایی که قرار است در فرآیند انتشار صکوک دخیل باشند- مانند نمایندگی‌ها، مدیران، ترتیب‌دهندگان عرضه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه‌ای که جبران خسارت بر عهده آنها است- باشد. همچنین بایستی مشخصات قانونی مورد نیاز برای این گروه‌ها و چگونگی رد یا قبول آنها نیز کاملاً ذکر شود.
 - ۳) نوع عقد بایستی مشخص باشد.
 - ۴) یک انجمن فقهی بایستی روند انتشار اوراق را تأیید کند و بر چگونگی عملکرد آن نظارت داشته باشد.
 - ۵) ناشر صکوک این اجازه را دارد که وثیقه‌ای گروهی و یا شخصی را به عنوان ضمانت و جهت تأمین امنیت خاطر خریداران صکوک به گرو بگذارد.
 - ۶) مؤسسات می‌توانند برای خرید آینده اوراقی که هنوز منتشر نشده‌اند اقدام کنند، مشروط بر اینکه در ازای این تعهد هیچ گونه کارمزدی دریافت نشود.
 - ۷) این اوراق می‌توانند بدون تاریخ معین سررسید منتشر شوند.
 - ۸) ناشر این صکوک و یا دارندگان آن می‌توانند با تأسیس یک صندوق بیمه اسلامی با مشارکت هم اوراق خود را مدیریت ریسک کنند(تکافل).
 - ۹) نگهداری درصدی مشخص از سود حاصل از صکوک برای کنترل نوسانات مربوط به سود قابل توزیع تحت عنوان "ذخیره تسویه سود" مجاز شمرده می‌شود. البته این ذخیره زمانی است که برای پرداخت زیان‌های پیش آمده صرف نشود.
 - ۱۰) ناشر اجازه دارد که در آگهی انتشار صکوک شرطی را ضمیمه کند که طبق آن ناشر هر یک از اوراقی را که خریدار بخواهد باز پس دهد مطابق با قیمت بازار، خریداری کند و ناشر بایستی آن ورقه را به همان قیمت اسمی مجدداً خریداری کند.
- اقداماتی که از نظر بانک توسعه اسلامی به منظور شرعی شدن فرآیند انتشار صکوک بیان شد از

نظر فقه شیعه خالی از اشکال نیست و در بعضی موارد ناکافی می‌باشد. آنچه در ادامه می‌آید مربوط به الزامات مشترک نظر فقه شیعه در بین تمام انواع صکوک است.

۱) یکی از مهمترین نکاتی که باید در بازار مالی اسلامی به آن توجه شود، دوری از سفته‌بازی است. لذا هر عملیات و فرآیندی که موجب سفته‌بازی می‌باشد، ممنوع است. از آنجا که سفته‌بازی مخصوص اوراق بهادار می‌باشد، صکوک نیز در معرض استفاده سفته‌بازان قرار دارد. عملیات سفته‌بازی از دو طریق می‌تواند در فرایند انتشار صکوک وارد شود، اول زمانی که ورقه صکوک بدون پشتوانه عینی باشد. دوم زمانی که دارنده ورقه صکوک قبل از اینکه قدرت تصرف در عین - مورد انتشار اوراق صکوک - را پیدا کند و به قولی مالکیت وی مسجل و کامل شود، اقدام به فروش اوراق کند. لذا با عنایت به اینکه وجود بازار ثانویه تنها زمانی مردود و نادرست است که باعث عملیات سفته‌بازی گردد لازم است؛ اولاً پرداخت سود از طریق SPV به خریداران صکوک بعد از به جریان افتادن دارایی عینی در فرایند عملیات سودده صورت پذیرد، چرا که قبل از آن ممنوع است. ثانیاً خرید بیشتر و فروش صکوک توسط خریداران تنها زمانی مجاز است که مالکیت این افراد بر دارایی مورد بحث آن چنان مسجل شود که بتوانند در دارایی مورد نظر تصرف کنند و قدرت بر تسلیم آن را داشته باشند.

۲) معامله صکوک در بازار ثانویه مطابق با فتاوی‌ای فقهای اهل سنت در قالب بیع صرف می‌آید (بر خلاف فتاوی‌ای فقهای شیعه که بیع صرف را محدود در نقدین طلا و نقره می‌دانند فقهای اهل سنت آن را در مورد همه انواع نقود جاری و ساری می‌دانند) در حالی که معامله صکوک در بازار ثانویه مطابق با فتاوی‌ای فقهای شیعه در قالب فروش دین به شخص ثالث پذیرفته است. (نجفی، ۱۳۶۵، ج ۲: ۳۲۳)

۳) در مورد فروش دین باید به این نکته اشاره کرد که از نظر فقهای اهل تسنن به علت وجود شبهه ربا غیر مجاز است و معتقدند که سرمایه‌گذار تنها وقتی صاحب سود شرعی می‌شود که آن را تا سررسید نگاه دارد. از طرفی فقه شیعه خرید و فروش دین را تنها به شخص ثالث مجاز می‌شمارد. (همان) که البته این خرید و فروش تنها تا مرحله‌ای که منجر به سفته‌بازی نشود، مجاز است.

۴) تا زمانی که سرمایه‌گذاری انجام شده وارد پروژه نشود، معامله اوراق و یا پرداخت سود به آنها را می‌توان از نوع مبادله پول با پول و با وجود زیادت دانست، که از نظر فقهای شیعه محل

اشکال است. (موسوی خمینی، ۱۳۹۰ق، ج ۱: ۵۳۶)

۵) تضمین طرف ناشر، به خریداران صکوک در قالب وثیقه تضمین سود آتی خریداران صکوک، به خصوص در مورد عقود مشارکت محور، توجیه شرعی ندارد. در ادامه به بررسی نظری و فقهی دو نوع از مهمترین انواع صکوک (صکوک اجاره و مرابحه) که امروزه رواج بیشتری در بازارهای مالی دارند، می‌پردازیم.

صکوک اجاره

اجاره در لغت به معنای پاداش و اجرت است. معنای اصطلاحی آن در بین فقهای امامیه عبارت است از "تملیک منفعت یا عملی در برابر عوض". (نجفی، ۱۳۶۵، ج ۲: ۴۱۲)

انواع اجاره عبارت است از تملیکی؛ «هنگامی که عین مستأجره عین خارجی و مشخص باشد مانند اجاره خانه مشخص» و عهدی؛ «هنگامی که عین مستأجره کلی باشد مانند اجاره یک دستگاه اتوبوس برای مسافرت».

شرایط عقد اجاره

شرایط عمومی؛ شامل قصد، رضایت، مشروعیت، اهلیت طرفین.

شرایط اختصاصی؛ ۱) ابتدا و انتهای منفعت مشخص باشد ۲) امکان استفاده از عین مستأجره باشد ۳) عین مستأجره از اموالی باشد که بتوان با بقای عین از آن استفاده کرد ۴) لازم نیست که موجر مالک عین مستأجره باشد بلکه کفایت مالک منافع آن باشد (برای زمانی که شرط مباشرت نشده باشد).

عناصر اصلی صکوک اجاره:

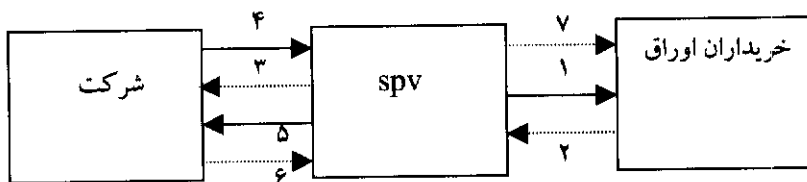
الف) ناشر اوراق اجاره (وکیل): دولت، مؤسسات وابسته به دولت، بنگاه‌های اقتصادی، بانکها. ناشر اوراق بعد از کسب مجوز اقدام به انتشار اوراق کرده و وجوه جمع‌آوری شده را به عنوان وکالت دریافت می‌کند سپس به وکالت از طرف صاحبان اوراق، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی با دوام خریداری کرده و به متقاضیان اجاره می‌دهد، همینطور از طرف آنها وکیل است تا سایر مسائل مرتبط با اجاره را پیگیری نماید.

ب) خریداران اوراق (موجر) مالکان جدید دارایی‌های اجاره داده شده خواهند بود و امکان خرید و فروش این اوراق را در بازار ثانویه دارند.

ج) استفاده کننده از کالا (مستأجر)

فرایند انتشار صکوک اجاره در حالتی شرکت، مالک اولیه دارایی‌ها می‌باشد را به وسیله نمودار

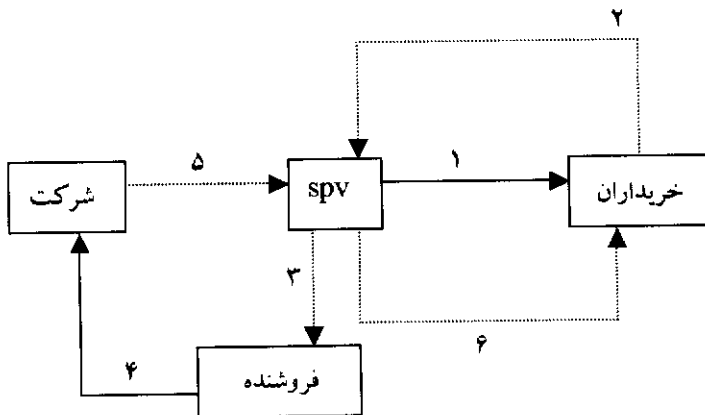
زیر می توان توضیح داد:



مراحل انتشار عبارتند از:

- ۱- شرکت از طریق spv اقدام به فروش صکوک به خریداران می کند. (spv یک شرکت با ماهیت حقوقی مستقل می باشد).
- ۲- خریداران وجوه خود را از طریق خرید اوراق به spv می دهند.
- ۳- spv وجوه جمع آوری شده را صرف خرید دارایی ها از شرکت می کند.
- ۴- شرکت دارایی ها را به spv تحویل می دهد.
- ۵- spv دارایی ها را به بنگاه اجاره می دهد.
- ۶- پرداخت اجاره بها از طرف شرکت به خریداران.
- ۷- spv بعد از کسر حق الوکاله، سود خریداران اوراق را پرداخت می کند.

فرآیند انتشار اوراق اجاره در حالتی شرکت مالک اولیه دارایی ها نمی باشد را به وسیله نمودار زیر می توان توضیح داد:



مراحل انتشار عبارتند از:

- ۱) SPV جهت خرید یکسری دارایی‌های مورد نیاز شرکت، صکوک به فروش می‌رساند.
- ۲) سرمایه‌گذاران وجوه خود را از طریق خرید اوراق به SPV می‌دهند.
- ۳) SPV وجوه جمع‌آوری شده را صرف خرید دارایی‌ها از فروشنده می‌کند.
- ۴) فروشنده دارایی‌ها را به بنگاه تحویل می‌دهد.
- ۵) پرداخت اجاره بها به SPV.
- ۶) SPV پس از کسر حق الوکاله، سود سرمایه‌گذاران را پرداخت می‌کند.

توضیحات:

الف) از آنجا که اجاره می‌تواند به دو صورت اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک باشد، لذا صکوک اجاره نیز می‌تواند در این دو قالب منتشر شود. به طوری که در صکوک اجاره عادی، دارایی در بازار دست دوم به فروش می‌رسد و قیمت حاصل از فروش را به صاحبان اوراق می‌دهند.

هریک از صکوک اجاره عادی و به شرط تملیک به سه نوع تقسیم می‌شوند؛ اجاره موردی، مدت‌دار و مستمر.

در حالت موردی، یک دارایی مشخص به یک شرکت معین و برای مدت زمان مشخص اجاره داده می‌شود.

در حالت مدت‌دار اوراق اجاره، تنها اطلاعات یک دوره مشخص و بدون معین کردن دارایی و شرکت، آورده می‌شود. از این جهت ممکن است بیش از یک عقد اجاره در این مدت بین SPV و شرکت‌ها امضاء شود.

در حالت اجاره عادی مستمر، SPV در سررسید اجاره بها بخشی از آن را نزد خود نگه می‌دارد و با استفاده از قیمت کالای مستهلک اجاره داده شده کالای جدیدی خریداری کرده و به متقاضیان می‌دهد. این فرآیند به صورت مستمر ادامه می‌یابد. در اجاره به شرط تملیک مستمر، SPV با عدم پرداخت بخشی از سود به دارندگان اوراق، اقدام به خرید دارایی و اجاره دادن آن به صورت مستمر می‌کند.

در صکوک اجاره به دلیل وجود ریسک کاهش قیمت، معمولاً همراه با فروش اوراق، یک قرارداد اختیار فروش نیز به خریداران فروخته می‌شود تا بتوانند در زمان انقضای قرارداد اجاره، دارایی‌ها را به قیمت اسمی به SPV بفروشند. همچنین امکان خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه نیز وجود دارد.

ب) اگر بعد از انتشار صکوک به هر دلیلی دارایی مورد اجاره خسارت ببیند از ارزش دارایی کاسته شده است و در نتیجه دارندگان اوراق متضرر می‌شوند.

ج) معمولاً دارندگان صکوک در هر دوره، اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند. چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آنها در مقایسه با نرخ سود بازار سود کمتری دریافت می‌دارند.

بررسی فقهی صکوک اجاره

الف) واگذاری اوراق و گرفتن وجوه در قالب قرارداد و کالت خواهد بود.

ب) SPV در مقابل ارائه خدمات فروش دارایی‌های مستهلک، بیمه کردن کالاهای سرمایه‌ای و انجام عملیات حسابداری و... حق الوکاله دریافت می‌کند.

ج) واگذاری کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی با دوام بصورت اجاره به شرط تملیک اگر از نوع اجاره‌ای به شرط فعل تملیک باشد، یعنی موجر در پایان مدت اجاره به مقتضای شرط عین مستاجر را طبق توافق بصورت مجانی یا در مقابل مبلغ معین به مستاجر تملیک کند، از نظر فقهی صحیح است؛ اما اگر از نوع شرط نتیجه باشد یعنی در پایان مدت اجاره عین مستاجر بصورت خود بخود به ملکیت مستاجر درآید از نظر فقهی محل اختلاف است و اکثر فقها قبول ندارند.

د) فروش اوراق اجاره از باب فروش سهم شرکت و در کالاهای مورد اجاره است که از جهت فقهی صحیح و قیمت فروش می‌تواند با توافق و رضایت طرفین تعیین شود.

اشکالات احتمالی در مورد فرآیند انتشار صکوک اجاره

۱) غرر: اگر منظور از غرر، فریفتن و گول زدن باشد، این معنا در فرآیند انتشار صکوک منتفی است چون همه مشارکت‌کنندگان از کلیه شرایط آگاهی دارند و اگر مقصود جهالت باشد، باید گفت که هر جهالتی به صحت عقد خلل نمی‌رساند، بلکه جهالتی به عقد ضرر می‌رساند که موجب ابطال عقد شود اما در جایی که علم اجمالی در مورد عقد حاصل شود همان علم اجمالی کافی است. در فرآیند انتشار صکوک، شروط و موضوع قرارداد، دارایی‌های مورد اجاره و مبلغ

اجاره بها همگی به طور کامل تعیین می‌شود.

۲) تعلیق: از آنجا که فروش دارایی‌ها توسط شرکت به SPV مشروط به اجاره مجدد است عقدی معلق است و عقدی که در آن تعلیق باشد، باطل است. در جواب می‌توان گفت بین مفهوم تعلیق و شرط تفاوت وجود دارد. تعلیق، وابسته کردن عقد به امر دیگری است به طوری که پیش از تحقق آن امر عقدی به وجود نمی‌آید، در صورتی که شرط امر فرعی متصل به عقد است که تشکیل عقد متوقف بر آن امر فرعی نیست بلکه عقد در زمان انشاء، محقق می‌گردد. در فرآیند انتشار اوراق اجاره تعلیق حادث نمی‌شود، بلکه عقد بیع مشروط به اجاره مجدد دارایی‌ها است.

۳) معامله سفهی: با توجه به شفافیت کامل اطلاعاتی در فرآیند انتشار این اوراق و اقدام عرف به انجام آن سفهی بودن آن مردود است.

۴) ربا: فرآیند انتشار اوراق اجاره شامل سه عقد است. ۱- عقد بیع داراییها بین بانی و SPV. ۲- عقد اجاره دارایی بین بانی و SPV. ۳- عقد بیع داراییها بین خریداران اوراق اجاره و SPV. از آنجا که هیچکدام از این سه عقد ماهیت قرض ندارند، لذا شبهه ربا وارد نیست.

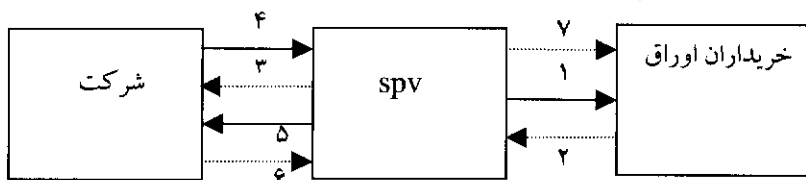
۵) معامله صوری: اگر طرفین معامله قصد انشاء معامله واقعی را نداشته باشند آنگاه معامله صوری و محل اشکال است که با توجه به فرآیند انتشار صکوک اجاره، صوری بودن آن منتفی است.

۶) جهل به عوضین: با توجه به سه عقد ذکر شده در مورد ۴، جهل به عوضین منتفی است.

۷) فروش مجدد دارایی مورد اجاره: اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و بیع به عین. (البته محل اختلاف است که اجاره بها به کدام مالک تعلق می‌گیرد).

صکوک مرابحه

فرآیند انتشار اوراق مرابحه در حالتی که شرکت مالک اولیه دارایی‌ها می‌باشد را به وسیله نمودار زیر می‌توان توضیح داد:



موارد ۱ تا ۴ همانند موارد صکوک اجاره، در حالتی که شرکت مالک اولیه دارایی‌هاست، می‌باشد.

۵- فروش مجدد دارایی به شرکت به صورت اقساط.

۶- پرداخت اقساط به spv.

۷- spv بعد از کسر حق الوکاله، اصل و سود ناشی از فروش دارایی را به خریداران اوراق پرداخت می‌کند.

بررسی فقهی صکوک مرابحه، در حالتی که شرکت مالک اولیه دارایی می‌باشد
فروش نقدی دارایی و بازخرید همان دارایی به صورت نسیه ولی به قیمت بالاتر به بیع العینه معروف است. به نظر مشهور فقهای امامیه شرط بازخرید در بیع محل اشکال است و هیچ کس در آن اختلافی ندارد. در صورتی که بیع اول مشروط به بیع دوم (شرط بازخرید) نباشد ولی بازخرید انجام شود، اشکالی ندارد. بیع العینه در واقع دستاویزی است برای فرار از ربا که در صدر اسلام نیز وجود داشته و باطل است.

دلایل بطلان شرط بازخرید، اگر صریحاً در ضمن عقد بیاید:

الف) روایت یونس شیبانی که از امام صادق (علیه السلام) می‌پرسد: هرگاه کسی چیزی را به دیگری بفروشد و هر دو بدانند این معامله صوری است و به زودی فروشنده به خریدار مراجعه کرده و آن را از او می‌خرد، آیا این معامله صحیح است؟ امام صادق (علیه السلام) می‌فرماید: این معامله ریاست و تو آن را انجام نده و بدان نزدیک نشو (شیخ طوسی، بی تا، ج ۷: ۱۹)

ب) روایت حمیری در قرب الاسناد از علی بن جعفر است که گوید از برادرم موسی بن جعفر (علیه السلام) در مورد مردی که لباسی را به ۱۰ درهم به طور نسیه به کسی می‌فروشد آنگاه همان را به ۵ درهم نقداً از او می‌خرد، پرسیدم، آیا آن معامله صحیح است؟ ایشان فرمود: "اذا لم یشرط و رضیا فلا بأس!"

ج) روایت امام صادق (علیه السلام) که می‌فرماید: "اذا كان بالخيار إن شاء باع و إن شاء لم يبيع و كنت بالخيار إن شئت لم تشتتر فلا بأس" اگر بیع دوم به گونه‌ای باشد که خریدار در فروش و یا عدم آن مختار باشد و فروشنده نیز در خرید یا عدم آن مختار باشد، معامله صحیح است. (حرعاملی، بی تا، ج ۱۲: ۳۷۱)

د) علت بطلان شرط بازخرید لزوم دور است. یعنی انتقال مبیع از ملک بایع به ملک مشتری

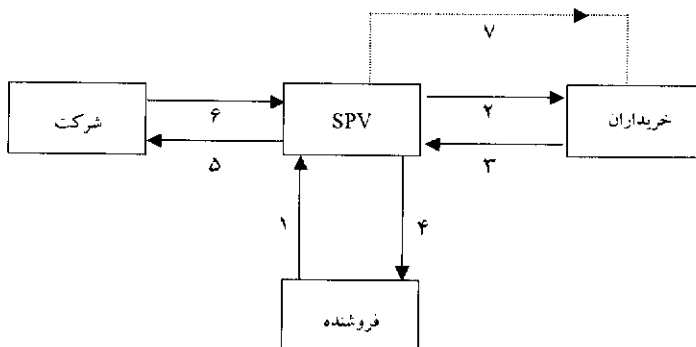
متوقف است بر حصول شرط و حصول شرط نیز متوقف است بر انتقال ملک به بایع که به نظر شهید ثانی این شرط دور قابل خدشه است.

ه) به نظر محقق کرکی اگر این معامله صوری باشد و قصد اولیه دوباره مالک شدن بایع نخست به صورت فرار از ربا باشد غیر صحیح است. (کرکی، ۱۴۰۸ق، ج ۴: ۲۶۲)

اگر شرط بازخرید فقط به صورت تبانی باشد و صریحاً در متن عقد نیاید محل اختلاف است که دلیل آن اعتبار یا عدم اعتبار شرط تبانی در عقد است. اگر شرط تبانی که قبل از عقد می‌آید ولی عقد بر آن مبتنی است مانند شرطی باشد که در متن عقد ذکر شود و در آن مؤثر باشد در این صورت بطلان شرط به عقد سرایت کرده و آن را باطل می‌کند ولی اگر قائل به تأثیر شرط تبانی نباشیم عقد باطل نیست. محقق حلی (۱۴۰۹ق، ج ۲: ۲۹۵) و علامه حلی (بی‌تا، ج ۱۴: ۵۲۸) شرط تبانی را بی‌اثر می‌دانند ولی محقق اردبیلی (۱۴۰۴ق، ج ۱۸: ۳۳۱) و صاحب جواهر (نجفی، ۱۳۶۵، ج ۲۳: ۳۱۵) قائل به تأثیر آن هستند.

با توجه به ایرادات مطروحه در بالا می‌توان فرآیندی از انتشار صکوک مرابحه را طراحی کرد که خالی از ایرادات فوق باشد. چنین موردی برای زمانی که شرکت، مالک اولیه دارایی نباشد، در زیر می‌آید.

فرآیند انتشار صکوک مرابحه در حالتی که شرکت، مالک اولیه دارایی هانمی باشد
 فرآیند انتشار صکوک مرابحه در حالتی شرکت، مالک اولیه دارایی‌ها نمی‌باشد را به وسیله نمودار زیر می‌توان توضیح داد:



- ۱) فروشنده در قالب یک بیع موجد کالای مورد مباحه را به spv می‌فروشد.
 - ۲) spv به پشتوانه دارایی اقدام به انتشار اوراق صکوک می‌کند.
 - ۳) خریداران بهای اوراق را به spv پرداخت می‌کنند.
 - ۴) spv بهای دارایی را به فروشنده می‌پردازد.
 - ۵) spv دارایی را در قالب فروش اقساطی به شرکت می‌فروشد.
 - ۶) شرکت مبالغ اقساط را طبق زمان‌های مشخص شده در قرارداد به spv می‌دهند.
 - ۷) پرداخت سود خریداران توسط spv بعد از کسر حق الوکاله.
- (نکته: spv در این حالت هم از طرف خریداران و هم از طرف شرکت وکیل می‌باشد.)

توضیح:

به طور کلی خرید و فروش صکوک مباحه در بازار ثانویه ممنوع است. از آنجا که در صکوک اجاره، خریداران اوراق تا زمان سررسید مالک دارایی‌ها باقی می‌مانند، لذا می‌توانند با خرید و فروش اوراق در بازار ثانویه مالکیت را منتقل کنند. بر خلاف صکوک اجاره، خریداران اوراق مباحه که در ابتدا با خرید اوراق، مالک دارایی‌ها شده بودند در ادامه با فروش دارایی‌ها به شرکت، مالکیت را به شرکت منتقل کرده‌اند و تنها منتظر به دست آوردن سودهای آتی می‌شوند. بنابراین از آنجا که اوراق مباحه بیانگر هیچ گونه مالکیتی نمی‌باشند، لذا قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه را ندارند. به همین دلیل قدرت نقدشوندگی این اوراق پایین بوده و جذابیت چندانی برای سرمایه‌گذاران نخواهد داشت.

نتیجه‌گیری

انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از طریق فرآیند نقدی نمودن دارایی‌های عینی، در عین اینکه می‌تواند به افزایش نقدینگی برای انتشار دهنده آن منجر شود، از این جهت که باعث ورود ابزار معاملاتی جدید در بازار سرمایه می‌شود، می‌تواند به رونق این بازار کمک نماید. شاید بتوان گفت که عمده‌ترین علتی که انتشار اوراق صکوک در کشورهای اسلامی را با استقبال فراوان روبرو ساخته است، ورود فاکتور دارایی عینی در فرآیند انتشار آن و در نتیجه رفع شبهات معاملاتی همچون عدم وجود پشتوانه برای اوراق مورد معامله، وجود شبهه قمار و ... بوده است که همگی این موارد به علت لحاظ شدن پشتوانه عینی برای این اوراق به هیچ عنوان، ایرادی را به انتشار این اوراق وارد نمی‌کنند.

البته بایستی خاطر نشان کرد از آنجایی که مبانی فقهی اهل تسنن و تشیع در باب معاملات و

عقود، در مواردی با یکدیگر تفاوت دارند، نیاز است که فرآیند انتشار این اوراق به صورت دقیق، قبل از استفاده در بازار سرمایه داخلی مورد بررسی مجدد قرار گیرند. از جمله موارد اختلافی که در این مقاله نیز به آن اشاره شد، عبارت بود از «امکان فروش دین» که در فقه شیعی و با توجه به فتاوی فقهای شیعه، (محقق حلی، ج ۲: ۳۲۳)، به شخص ثالث جایز بوده ولی به فرد مقروض قبلی جایز نمی‌باشد. در مقابل اهل تسنن فروش آن را به هیچ کدام از طرفین جایز نمی‌دانند، هر چند مفتیان کشور مالزی به منظور ایجاد رونق در بازار اوراق صکوک حکم به جواز آن در هر دو صورت داده‌اند. (اختر عزیز، ۲۰۰۴: ۱۶۲-۱۵۸)

بنابراین بعضی از موارد اختلافی فقهی و بسیار سرنوشت‌ساز در فرآیند انتشار اوراق صکوک و بازار آتی آن، بایستی قبل از بکارگیری در بازار داخلی مورد مذاقه جدی علمای فقه شیعی قرار گیرند.

منابع

- پژوهشکده پولی و بانکی (۱۳۸۶)، **صکوک**.
- السيد علی الموسوی القزوينی، (۱۴۲۰ ه.ق)، **تعليقه على معالم الاصول**، مؤسسه النشر الاسلاميه، قم، چاپ اول.
- الشيخ الطوسي، (۱۴۰۹ ه.ق)، **الخلافا**، مطبعه مؤسسه النشر الاسلاميه، قم.
- شيخ طوسی، (بی تا)، **تهذيب الاحكام**، چاپ دوم، بیروت، دارصعب و دارالتعارف.
- عاملی، شیخ حر، (بی تا)، **وسائل الشيعه الى تحصيل مسائل الشريعة**، بیروت: دار احیاء التراث العربی.
- علامه حلی، (بی تا)، **قواعد الاحكام**، چاپ در سلسله الینایع.
- محقق اردبیلی، احمد بن محمد، (۱۴۰۴ ه.ق)، **مجمع الفائده و البرهان**، قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- المحقق الحلی، (۱۴۰۹ ه.ق) **شوايخ الاسلام**، انتشارات استقلال، طهران.
- محقق کرکی، شیخ علی، (۱۴۰۸ ه.ق)، **جامعه المقاصد فی شرح القواعد**، چاپ اول، قم: مؤسسه اهل البيت لاحیاء التراث.

- موسوی الخمينی، سيد روح الله (۱۳۹۰ ه.ق) *تحریر الوسيله*، دارالکتب الاسلاميه.
- نجفی، شيخ محمد حسن، (۱۳۶۵) *جواهر الكلام فی شرح شرايع الاسلام*، چاپ دوم، تهران، دارالکتب الاسلاميه.
- نجفی، مهدي (۱۳۸۵)، *تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار (صکوک)*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
- *ماهنامه استاندارد شرعی*، (بی‌تا)، سازمان حسابرسی و حسابداری نهادهای مالی اسلامی، شماره ۱۷.

- Islamic Financial Services \ Mohammed Obaidullah \ *Islamic Economics Research Center* \ King Abdulaziz University \ Jeddah, Saudi Arabia \ March 2005.

- Akhtar Aziz , Zeti. (2004), *Ensuring Stablity in the Islamic Financial System*, third Annual Islamic Finance Summit ,London, 13 January.

- *Investment Sukuk: Exposure Draft, Shariah Standard* ,No 18 , 2002:Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution.