

## صکوک، ابزار مالی اسلامی جایگزین اوراق قرضه

دکتر محمدرضا عسگری<sup>۱</sup> و نفیسه فرجی<sup>۲</sup>

۱ دانشیار عضو هیات علمی گروه مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد یادگار امام شهرری

۲ کارشناس ارشد مدیریت

### چکیده

سرمایه گذاری مطمئن، با "سود حلال" یکی از مهم‌ترین دغدغه‌ها در جوامع اسلامی بوده است. از این رو، اقتصاددانان مسلمان در کشورهایی مانند مالزی، قطر، بحرین، عربستان و حتی در آلمان و اروپا، فرمول‌هایی را ابداع کرده‌اند تا از یک سو بتوانند همپای اقتصاد روز جهان و بازارهای مالی آن حرکت کنند و از دیگر سو، بحث‌هایی مانند حلال و حرام و ربا و ... را حل و فصل نمایند و "سود طیب و طاهر" به سرمایه‌گذاران مسلمان بدهند. این مقاله به تعریف، بررسی و تأثیر استفاده از اوراق صکوک اجاره در فرآیند تأمین مالی می‌پردازد. در قسمت اصلی مقاله اوراق بهادار اسلامی یا همان صکوک و به ویژه صکوک اجاره تعریف و از جنبه‌های مختلف تطابق با قانون و شرع، مزایا و معایب، شباهت و تفاوت با اوراق قرضه متعارف و تجربه و عملکرد سایر کشورها در رابطه با انتشار اوراق صکوک مورد توجه قرار می‌گیرد. در انتهای مقاله نیز با تأکید بر سه ویژگی قانونی بودن، مقبول واقع شدن و کارا بودن، نتیجه‌گیری می‌شود این اوراق جایگزینی مناسب و مفید برای اوراق قرضه و اوراق مشارکت می‌باشد و بر اقدام دولت برای تعریف، حمایت و به کار گیری این ابزار جدید مالی در اقتصاد ایران تأکید می‌شود.

واژه‌های کلیدی: صکوک، ابزار مالی، اوراق قرضه

## ۱- مقدمه

سرمایه یکی از نهاده های اصلی تولید است. در گذشته سرمایه بیشتر به شکل ابزار و آلات کار انسان مطرح بود. اما، امروزه سرمایه به عنوان انباشت نقدینگی برای شروع یا ادامه یک فعالیت اقتصادی نیز در نظر گرفته می شود. دولتها و شرکتهای اقتصادی برای شروع یا ادامه یک فعالیت اقتصادی احتیاج به تأمین سرمایه دارند. این سرمایه یا از دارایی دولت و صاحبان شرکت تأمین می شود و یا اینکه از طریق **فرآیند تأمین مالی** بدست می آید. فرآیند تأمین مالی یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است. برای تأمین مالی، روشها و ابزار گوناگونی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگیها و خواص مربوط به خود است. بسته به نیازها، توان مالی، شرایط بنگاههای اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه گذاری و مواجهه با خطر، این ابزارها و روشها تبیین و به کار گرفته می شوند. یکی از روشهای مهم فرآیند تأمین مالی، **تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها** می باشد. واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژههایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی گذرد. تبدیل به اوراق بهادار کردن فرآیندی است که طی آن، نخست داراییهای مؤسسه مالک دارایی یا بانی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می شود و سپس، تأمین وجوه را سرمایه گذارانی انجام می دهند که ابزار مالی قابل مبادله را خریده اند. این ابزار مبادله شده نمایانگر بدهکاری مزبور می باشد. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه های مالی مانند بانکهای تجاری حذف و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه گذاران فروخته می شود. در واقع، یک شرکت تأمین سرمایه، مجموعه ای از داراییهای مالی را جمع آوری و اوراق بدهی را برای تأمین مالی مجموعه مورد نظر، به سرمایه گذاران بیرونی می فروشد. در فرآیند تبدیل داراییها به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه ای که نیاز به تأمین مالی دارد اقدام به تأسیس یک شرکت با مقصد خاص می کند و آن دسته از داراییهای خود را که دارای جریانهای نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص می فروشد. شرکت با مقصد خاص برای اینکه وجه لازم برای خرید داراییهای مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می کند و آن را به عموم سرمایه گذاران عرضه می کند. سپس شرکت با مقصد خاص وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید داراییهای مالی به بانی پرداخت می کند. سرمایه گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده اند از محل جریانهای نقدی حاصل از داراییهای مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می کنند. یکی از ابزارهای مالی مهم و کارا برای فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها، **اوراق قرضه** می باشد. به صورت ساده، تأمین مالی از طریق اوراق قرضه اینگونه است که بنگاه اقتصادی سرمایه مورد نیاز خود را به صورت مستقیم از مردم قرض می گیرد و در زمانهای معین بهره آن قرض را می پردازد و در سررسید اصل قرض را باز پس می دهد.

تعریف مرسوم اوراق قرضه اینگونه است: اوراق قرضه اسنادی است که طبق آن صادرکننده اوراق به خریدار بدهکار می شود. این اسناد دارای سررسید بوده و مبلغ آن در زمان سررسید بوسیله صادرکننده پرداخت می شود. این اوراق دارای برگه بهره بوده و بهره آن در فواصل زمانی معین بوسیله بانکی که نمایندگی صدور اوراق را دارد، پرداخت می شود. انتشار اوراق قرضه یکی از روشهای تأمین مالی هم در کوتاه مدت و هم در بلند مدت محسوب می شود، و همچنین این اوراق را می توان به صورت بی نام یا با نام و بدون وثیقه یا با وثیقه منتشر کرد. اوراق قرضه نیز همانند همه ابزارهای مالی دیگر، مزایا و معایبی دارد. مهمترین مزایای اوراق قرضه برای بنگاه صادر کننده هزینه مؤثر کم و قابل باز خرید بودن آن و برای خریدار قابل انتقال بودن و سود معین آن است. مهمترین عیب اوراق قرضه، هم برای صادر کننده و هم برای خریدار، خطر ورشکستگی بنگاه به دلیل ناتوانی در بازپرداخت اصل و بهره قرض است. در برخی کشورهای اسلامی و مخصوصاً ایران که در آن قانون بانکداری بدون ربا اعمال می شود، مشکل دیگری نیز برای اوراق قرضه وجود دارد که کل ماهیت و عملکرد اوراق قرضه را زیر سؤال برده و آن را به طور کلی نفی می کند. در ادامه و در بخش دوم، مشکل اوراق قرضه در بانکداری بدون ربا و همچنین اثرات حذف نرخ بهره در این سیستم بررسی می شود. در بخش سوم، اوراق مشارکت به عنوان جانشینی برای اوراق قرضه و مشکلات و نقایص این اوراق بیان می شود. در بخش چهارم، صکوک به عنوان ابزاری نوین برای تأمین مالی معرفی و تحلیل می شود.

بالاخره، در بخش پنجم، اوراق صکوک به مثابه ابزاری مناسب برای تأمین مالی در ایران پیشنهاد می شود که می تواند برطرف کننده مشکلات ناشی از حذف نرخ بهره باشد.

### تعریف صکوک

کلمه صک که جمع آن صکوک (SUKUK) می باشد یک واژه فارسی از چک است و چون در حرف عربی (چ) وجود ندارد حرف (ص) جایگزین آن شده است و به معنای گواهی مالی، تأیید و یا مهر و موم شده می باشد. دایره المعارف «قاموس عام لکل فن و مطلب» در مورد واژه صکوک چنین بیان می کند: «صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه (صکوک) را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات بکار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقرار از آن ایفاد شود را شامل می شود. واژه های صک الوکاله به معنای وکالت نامه و صک الکفاله به معنای کفالت نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است.» صکوک به طور معمول به عنوان (اوراق قرضه اسلامی) یا همان ابزارهای مالی اسلامی تعریف می شود. صکوک اوراق بهاداری است که براساس یکی از معاملات مشروع طراحی شده است و نوعی ابزار مالی با پشتوانه ترازنامه و دارایی های فیزیکی است که در دهه های اخیر مورد توجه قرار گرفته است. صکوک در هر عقدی تعریف خاصی دارد.

صکوک یک نوع دارایی مطمئن و ایمن به حساب می آید و در زمره اوراق بهادار تضمینی و قابل معامله طبقه بندی می شود؛ صکوک ابزاری است که برای تأمین نیازهای مالی شرکت ها و موسسات از طریق جذب سرمایه های سرگردان افراد در بازار، به کار گرفته می شود.

ابزار مالی صکوک منابع مالی متنوعی را برای توسعه بازار و مدیریت نقدینگی بنگاه های اقتصادی اسلامی فراهم می کند و جبران کسری بودجه دولت، اعمال سیاست های مالی و پولی و افزایش نقدینگی از مهمترین تأثیرات این ابزار مالی در بازار خواهد بود. اوراق بهادار اسلامی یا صکوک گواهی هایی با ارزش اسلامی یکسان هستند که بعد از عملیات پذیره نویسی، نشان می دهند که خریدار مبلغ اسمی آن را به ناشر پرداخت است و دارنده ی آن، مالک یک یا مجموعه ای از دارایی ها و منافع حاصل از آن ها است.

### تاریخچه انتشار صکوک

ایده اولیه انتشار اوراق قرضه اسلامی به دهه ۱۹۸۰ بر می گردد. در آن زمان تلاش ها ی زیادی توسط بانک های اسلامی جهت غلبه بر مساله نقدینگی صورت گرفت. در جولای ۱۹۸۳ بانک مرکزی مالزی به عنوان پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می کردند استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه گذاری دولتی استفاده نمود. این اوراق نرخ بهره از پیش تعیین شده نداشتند، بلکه نرخ بازدهی آن ها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می شد. نرخ سود از رابطه ثابتی تبعیت نمی کرد و بر ملاحظات کیفی طرح تاکید بیشتر می شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار داشت؛ بدین ترتیب شبه ربوی بودن سود به ظاهر بر طرف می شد و افراد مسلمان اقدام به خرید این اوراق می نمودند. در دهه ۱۹۹۰ همزمان با گسترش ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک های اسلامی ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد. بدنبال آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسب نمودند. ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذر کھف در مقاله معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد و پس از بررسی جزئیات عملیات انتشار آن آغاز شد. اولین ناشر اوراق صکوک *Guthrie Berhad* در مالزی بوده که بزرگترین شرکت هلدینگ در حوزه مدیریت نخلستان ها در دنیا است. پس از استقبال سرمایه گذاران در سراسر جهان از اوراق صکوک، سازمان بورس و اوراق بهادار ایران نیز مطالعاتی را به منظور استفاده از این ابزار مالی آغاز کرد و در نهایت در اواخر سال ۱۳۸۶ مصوبه ابزار مالی اوراق «صکوک اجاره» و ضوابط آن توسط شورای عالی بورس به تصویب رسید. بر اساس این مصوبه تعاریف، ارکان و ضوابط انتشار اوراق صکوک اجاره مشخص شده است.

## مشکل اوراق قرضه در بانکداری بدون ربا

همانگونه که از نام قانون عملیات بانکداری بدون ربا بر می آید، هدف اصلی تصویب و اعمال این قانون حذف ربا از سیستم مالی و بانکی کشور و تطبیق آن با شرع می باشد. بر طبق این قانون بهره از عملیات مالی و بانکی حذف و مجموعه ای نهاد با نام عقود اسلامی جایگزین آن می شود، زیرا بهره یا همان سود معین ربا در نظر گرفته می شود. ربا آن است که در قرض دادن چیزی یا مبلغی، شرط زیاده گذاشته شود، یعنی اگر پولی یا مالی به کسی قرض داده شود و شرط گردد که وام گیرنده در سررسید، مبلغ یا درصد معینی علاوه بر اصل را تأدیه کند، استقراض ربوی صورت گرفته و مطابق نظر شرع این معامله حرام و باطل است.

چون بهره معین، قسمتی از ذات اوراق قرضه می باشد، بنابراین با توجه به این قانون در واقع امکان استفاده از اوراق قرضه به صورت کامل از بین می رود. حتی در بسیاری از کشورهای دیگر هم که چنین قانونی اعمال نمی شود، برخی از مسلمانان به دلیل اعتقادات دینی استقبالی از اوراق قرضه نمی کنند و بهره اوراق قرضه را برابر با ربا می دانند.

از سویی دیگر، اوراق قرضه امروزه یکی از ابزارهای مالی بسیار مهم است که امکان حذف آن از بازارهای مالی و پولی یک کشور بسیار سخت و حتی غیر ممکن به نظر می رسد. اوراق قرضه تنها در فرآیند تأمین مالی به کار نمی رود، بلکه خرید و فروش اوراق قرضه دولتی بوسیله بانک مرکزی، از ابزارهای مهم برای اعمال سیاستهای پولی از طریق عملیات بازار باز می باشد. دخالت مقامات بانکی در بازار اوراق قرضه دولتی، به منظور تنظیم پایه پولی متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد، عملیات بازار باز نامیده می شود. می توان مباحث زیادی درباره اینکه آیا بهره اوراق قرضه از مصادیق ربا به شمار می رود یا خیر، و یا اینکه آیا همه انواع اوراق قرضه حکم ثابتی دارند یا خیر، مطرح کرد. همچنین می توان درباره تغییر جایگاه قرض دهنده و قرض گیرنده که به نظر می رسد یکی از دلایل عقلی حرمت ربا باشد بحث کرد.

همچنین به تازگی بعضی از علمای اسلامی ربای قرضی را به دو قسم تقسیم می کنند: استهلاکی و تولیدی. ربای استهلاکی آن است که قرض گیرنده به جهت گرفتاری و نیاز به قرض رو آورده و در ابتدا شرط زیاده گذاشته می شود و یا به علت ناتوانی در پرداخت، طلبکار، تقاضای مطالبی جهت مهلت دادن می کند و ربای تولیدی آن است که شخصی جهت سرمایه گذاری اقتصادی نیاز به سرمایه تکمیلی دارد، یعنی مبلغ قابل توجهی از سرمایه را دارد و توان انجام دادن کار را در خود می بیند و برای تکمیل سرمایه، قرض می گیرد و در مقابل آن، زیادتی شرط می کند. (صانعی، ۱۳۸۳). این گروه از علما ربای استهلاکی را حرام می دانند و بیان می کنند که دلیلی برای حرمت ربای تولیدی وجود ندارد. با توجه به اینکه فرآیند تأمین مالی، منطبق با تعریف ربای تولیدی است، به نظر می رسد بهره معین اوراق قرضه که یکی از ابزار تأمین مالی است را بتوان ربا به حساب نیاورد و حرمت شرعی برای آن قائل نشد. در این صورت با به کار گیری اوراق قرضه می توان بسیاری از مشکلات تأمین مالی را در کشور برطرف کرد.

اما تا به جواب رسیدن کامل این موضوعات باید ابزارهای جایگزین اوراق قرضه طراحی و مورد استفاده قرار گیرد. ابزارهای جایگزین اوراق قرضه علاوه بر داشتن همه مزایای اوراق قرضه که باعث استفاده گسترده از آن می شود، باید بتواند این مشکل اساسی و ماهیتی آن را که همان نرخ سود ثابت است، به درستی بر طرف کند، وگرنه نخواهد توانست جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه باشد. اولین جایگزینی که برای اوراق قرضه در ایران طراحی شده است اوراق مشارکت می باشد که چندین سال است به شکلهای مختلف مورد استفاده قرار می گیرد. این اوراق هر چند بعضی از وظایف اوراق قرضه را انجام می دهد ولی دچار ایرادات و نقصهایی است که احتیاج به مطالعه و بررسی بیشتری دارد.

## صکوک ابزاری نوین برای تأمین مالی

یکی از ابزارهای مناسبی که می تواند جایگزین خوبی برای اوراق قرضه باشد، صکوک است. صکوک اوراق بهادار اسلامی است که با در گیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. صکوک جمع کلمه عربی صک می باشد که آن هم معرب واژه چک در زبان فارسی است. در عرف زبان عربی این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن برداشت شود را در بر می گیرد. واژه‌های صکالوکاله به

معنای وکالت‌نامه و صکالکفاله به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را اینگونه تعریف کرده است: "گواهی‌هایی 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." صکوک انواع مختلفی دارد که سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۴ نوع آن را معرفی کرده است. از بین انواع صکوک تعدادی از آنها مانند صکوک اجاره، مضاربه و استصناع از اهمیت بیشتری برخوردار است و بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است. در این مقاله که بحث درباره ابزار بدهی است، فقط **صکوک اجاره** مورد توجه قرار می‌گیرد.

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط مندرج‌قحف در مقاله معروف وی با عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. با وجود این، انتشار عملی صکوک اجاره برخاسته از دو عامل اساسی است: اولین عامل از تولد ایده‌ای که در درون مؤلفه‌های شریعت می‌باشد ناشی می‌شود و عامل دوم، افزایش تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار در دهه‌ی ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه‌ی ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی مورد استفاده قرار گرفت. به دلیل چنین تجربه‌ای، متخصصان مالی در بانک‌های اسلامی و نیز علمای دینی تقریباً با ایده تبدیل به اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده اوراق اجاره دارایی و آشنایی با جزئیات عملیاتی دارایی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار منجر به توسعه صکوک اجاره شد.

شیوه تأمین مالی با استفاده از اوراق صکوک اجاره، به صورت خلاصه اینگونه است: ابتدا شرکتی که احتیاج به نقدینگی دارد (بانی)، یکسری از دارایی‌های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس یک شرکت با مقصد خاص (شرکت ناشر) تأسیس می‌کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد، با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود.

در مرحله بعد شرکت ناشر از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند. اوراق صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید اوراق صکوک می‌نمایند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند.

بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت ناشر قرار دهد. شرکت ناشر نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره‌بها نیز متوقف می‌شود و مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آنگاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به دست می‌آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. بنابراین در حالیکه درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است اما

خود اوراق می‌توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. طبیعتاً این موضوع می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک سند اختیار فروش نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفروشند. اختیار فروش، قراردادی است که صاحب اختیار (خریدار اختیار فروش) پس از پرداخت مبلغی مشخص به فروشنده اختیار، این حق را پیدا می‌کند که تا زمان مشخص دارائی مشخص را با کیفیتی مشخص و با قیمتی مشخص، اگر بخواهد به فروشنده اختیار بفروشد. فروشنده اختیار فروش تا زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجرا نماید فروشنده اختیار فروش اجبار دارد که تعهد را طبق قرارداد ندارد. زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجرا نماید فروشنده اختیار فروش اجبار دارد که تعهد را طبق قرارداد انجام دهد. به عبارتی دیگر خریدار اختیار فروش دارای یک حق است و فروشنده اختیار فروش در زمان اجرای این حق دارای تعهد می‌شود، یعنی این قرارداد یک نوع تعهد احتمالی برای فروشنده اختیار فروش تلقی می‌شود. ولی همانطور که گفته شد در انتشار اوراق صکوک، بهتر است برگه اختیار فروش به صورت رایگان در اختیار خریدار قرار گیرد، تا انگیزه ای برای خرید اوراق باشد.

همچنین برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک، گام اول این است که دارایی‌های واجد شرایط از شرکت اصلی جدا شده و به شرکت ناشر منتقل شود. زیرا شرکت ناشر معمولاً یک شرکت با مسئولیت محدود است و با انتقال دارایی به شرکت ناشر کلیه ریسک‌های مربوط به دارایی از شرکت اصلی دور شده و به شرکت ناشر منتقل می‌شود و همچنین دارندگان صکوک نیز مطمئن می‌شوند که کلیه حقوق مربوط به دارایی متعلق به آنهاست و هیچ شخص دیگری نسبت به آن ادعایی ندارد. اما اگر این دارایی در ترازنامه شرکت اصلی وجود داشته باشد و به شرکت ناشر منتقل نشود آنگاه طلبکاران نیز ممکن است نسبت به آن ادعا داشته باشند.

### ویژگیهای صکوک، تفاوتها و شباهتهای آن با اوراق قرضه

همانطور که مشخص است اوراق صکوک اجاره بر اساس قرارداد اجاره تعریف شده است، به همین دلیل با شناخت بیشتر از قرارداد اجاره، می‌توان شناخت بهتری از اوراق صکوک اجاره و ویژگیهای آن به دست آورد. برخی از ویژگیهای قرارداد اجاره به این شرح است:

۱. قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر (اجاره دهنده) محدودیتی به وجود نمی‌آورد. یعنی موجر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود، زیرا اجاره از عقود لازم است و با فروش باطل نمی‌گردد. اگر فروش پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود چون فروش منافاتی با اجاره ندارد، زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و فروش به خود مال. هر چند در صورت امکان هنگام فروش، منافع نیز به دنبال فروش خود مال منتقل می‌شود. نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد. همچنین افرادی که در مالکیت یک دارایی شریک هستند، هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند. با توجه به این ویژگی، مشخص است که صکوک اجاره را می‌توان در بازار ثانویه معامله کرد، که این بازار ثانویه می‌تواند بازار بورس یا بازار فرابورس باشد. همچنین شرکت ناشر اوراق صکوک، می‌تواند اوراق را پیش از موعد سررسید، به قیمت بازار بازخرد کند.

۲. در قرارداد اجاره، اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود. به همین دلیل سود صکوک هم می‌تواند در هر فاصله زمانی مورد توافق، پرداخت شود.

۳. برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد. به همین دلیل صکوک اجاره می‌تواند کوتاه مدت، میان مدت و یا بلند مدت تعریف شود.

۴. لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود، بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند با توافق طرفین به عنوان اجاره‌بها پرداخت شود. این ویژگی جالب قرارداد اجاره، افقی وسیع پیش روی سیاستهای مالی می‌گشاید، چون می‌توان به جای سود، طبق توافق طرفین و با فرآیند معین، اوراق صکوک را تبدیل به سهام کرد. این موضوع برای

شرکتهایی که حاضرند برای تأمین مالی، قسمتی از دارایی های خود را واگذار کنند ولی همچنان همه مدیریت را در اختیار داشته باشند، اهمیت بیشتری می یابد.

حال می توان به تفاوت های بین صکوک اجاره و اوراق قرضه متعارف اشاره کرد:

۱. اوراق صکوک اجاره، سند سرمایه گذاری مشاع می باشد و همانند اوراق قرضه سند استقراض بین قرض دهنده و قرض گیرنده نیست. در صکوک اجاره سود بدست آمده از اوراق کاملاً معین و قطعی است، و این موضوع هم اشکال شرعی ایجاد نمی کند، چون سود تقسیم شده، سود ناشی از سرمایه گذاری مشاع در خرید یک دارایی و اجاره دادن آن است و همانند اوراق قرضه سود تقسیم شده، بهره ناشی از قرض دادن پول نیست که حرمت شرعی داشته باشد.

۲. اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد، بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

۳. فروش صکوک در بازار ثانویه فروش سند مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش سند بدهی است.

۴. در صکوک امکان افزایش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه افزایش ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد. همچنین در صکوک امکان کاهش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه کاهش ارزش ورقه صکوک وجود دارد، ولی همانگونه که گفته شد این خطر با دادن یک اختیار فروش به خریدار اوراق از بین می رود. یعنی در هنگام سررسید اوراق، اگر قیمت دارایی کاهش یافته بود، شرکت بانی موظف است که اوراق را به قیمت اسمی اولیه (یا هر قیمتی که در اختیار فروش توافق شده است) بازخرد کند.

همچنین صکوک اجاره و اوراق قرضه ویژگیهای مشترکی دارند که مهمترین آنها عبارتند از:

۱. اوراق صکوک اجاره همانند اوراق قرضه، قابلیت معامله و نقد شوندگی در بازار ثانویه و قابلیت باز خرید دارند.

۲. این اوراق همانند اوراق قرضه به وسیله مؤسسات رتبه بندی، درجه بندی اعتباری می شوند.

تأمین مالی توسط صکوک اجاره، ویژگیهای دیگری نیز دارد: صکوک نقدینگی شرکت بانی را افزایش می دهد، چون دارایی های با نقدینگی پایین را به سرعت و با هزینه کم به نقدینگی تبدیل می کند، که این یک مزیت محسوب می شود. همچنین با اینکه قسمتی از دارایی ها از شرکت جدا می شود، ولی باز امکان استفاده از آن وجود دارد و در آخر اینکه صکوک با فرآیند تبدیل دارایی به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک شایانی می کند.

همه تعاریف و ویژگیهای گفته شده در بالا بیانگر این است که اوراق صکوک و به ویژه صکوک اجاره می تواند ابزار مناسبی برای فرآیند تأمین مالی و تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها، در همه کشورها به ویژه کشورهای اسلامی باشد. برخی کشورهای اسلامی مانند بحرین، مالزی، قطر، امارات و عربستان و برخی کشورهای غیر اسلامی مانند آلمان و انگلستان چندین سال است که از صکوک در بازار مالی خود بهره می گیرند. مطالعه و بررسی عملکرد این کشورها که پیش از ما از این ابزار مالی استفاده کرده اند، می تواند اطلاعات مفیدی در اختیار قرار دهد. بنابراین در این قسمت تاریخچه خلاصه ای از انتشار این اوراق بیان می شود.

### اوراق صکوک ابزاری شرعی در قانون بانکداری بدون ربا

هنگامی که یک ابزار جدید مالی در یک محیط اقتصادی خاص معرفی می شود برای موفقیت احتیاج به عواملی دارد. این عوامل موفقیت عبارتند از: **قانونی بودن، کارا بودن و مقبول واقع شدن**. برای اینکه ببینیم آیا اوراق صکوک اجاره در ایران می تواند موفق باشد و به عنوان یک ابزار مناسب مالی مورد استفاده قرار گیرد باید این عوامل را برای آن، مورد مطالعه قرار دهیم.

آیا صکوک اجاره مطابق با قانون بانکداری بدون رباست؟ همانگونه که در قسمتهای قبل بیان شد این اوراق بدون هیچگونه شبهه ربوی بودن منتشر می شود و کاملاً منطبق با قانون بانکداری بدون ربا و در نتیجه شرع می باشد و تا کنون نیز هیچگونه اشکال شکلی یا محتوایی به این اوراق وارد نشده است.



این پرسش می تواند مطرح شود که آیا این اوراق مورد توجه مردم و بنگاههای اقتصادی قرار می گیرد. با توجه به بازدهی مناسب و قطعی بودن سود و نقدشوندگی بالای آن در صورت تشکیل بازار ثانویه و نداشتن هیچگونه شبهه غیر شرعی بودن، این اوراق می تواند مورد توجه عموم مردم و به ویژه سرمایه گذاران خرد خطر گریز قرار گیرد. ضمن اینکه اوراق صکوک همانند اوراق قرضه متعارف قابلیت رتبه بندی اعتبار به وسیله مؤسسات رتبه بندی بین المللی را دارند. از این رو، به راحتی قابلیت انتشار در بازارهای بین المللی را نیز دارا می باشند.

در مورد استقبال بنگاههای خواهان تأمین مالی از این اوراق نیز می توان گفت با توجه به کم هزینه بودن و باز خرید نکردن این اوراق قبل از زمان سررسید، استقبال خوبی از این اوراق صورت خواهد گرفت. ضمن اینکه انتشار اوراق بهادار، از جمله صکوک اجاره، سبب می شود که شرکت مربوطه با شرکای جدید روبرو نباشد و در مقابل پولی که از طریق فروش صکوک به دست می آورد، ملزم نیست که دیگران را در حوزه مدیریت خود دخالت دهد. همچنین، در مواردی از قوانین کشورهای مختلف، بهره های پرداختی به صاحبان اوراق بهادار شرکت، جزء هزینه های شرکت محسوب می شود و از درآمدهای آن کسر می شود. در نتیجه، مالیات پرداختی شرکت کمتر خواهد بود. در زمینه استقبال سهامداران شرکتهای حاضر در بورس برای انتشار اوراق صکوک نیز می توان گفت: تا زمانی که نرخ سودآوری شرکت در مقابل سرمایه مورد استفاده آن، از نرخ بهره اوراق صکوک بیشتر باشد، استفاده از رویه انتشار اوراق صکوک برای تأمین مالی، سود شرکت را افزایش می دهد، بنابراین در صورتی که از دیدگاه سهامداران، انتشار اوراق صکوک با شرایط یادشده خطری را برای شرکت در بر نداشته باشد، ارزش سهام شرکت در بازار رو به فزونی می گذارد و به دنبال آن ارزش بازاری شرکت افزایش می یابد. این موضوع، مورد علاقه و خواست سهامداران می باشد.

آیا این اوراق از نظر اقتصادی کارا است؟ این پرسش از جهات گوناگون قابل بررسی است. نخست اینکه صکوک می تواند ابزاری کارا برای کنترل نقدینگی باشد. بانک مرکزی می تواند در عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق صکوک منتشر شده دولت بپردازد. به نظر می رسد که این کار مناسبتر از انتشار اوراق مشارکت باشد، زیرا صکوک همانند اوراق مشارکت نیست که نقد شوندهایی بالایی داشته باشد و به همین دلیل ابزار کارآتری برای کنترل نقدینگی است. همچنین بانک مرکزی خود نمی تواند اقدام به انتشار اوراق صکوک کند و فقط می تواند اوراق صکوک دولتی را خرید و فروش کند که از این جهت هم انحرافی که در اوراق مشارکت اتفاق افتاده است دیگر روی نخواهد داد.

به علاوه، صکوک می تواند ابزاری کارا برای سرمایه گذاری باشد. رفتار قیمتی صکوک متفاوت از اوراق قرضه متعارف است، به همین دلیل اگر در یک سبد سرمایه گذاری قرار گیرد، هم به دلیل تنوع سازی و هم به دلیل رفتار قیمتی متفاوت، ریسک را کاهش می دهد. این موضوع مورد نظر همه سرمایه گذاران قرار می گیرد. همچنین، اوراق صکوک وسیله ای مناسب و در دسترس برای هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به سوی سرمایه گذاری مولد است.

### سیستم انتشار اوراق صکوک

شرکتی که در نظر دارد اوراق بهادار صکوک منتشر کند. ابتدا یک شخصیت حقوقی ایجاد می کند و بخشی از دارایی های خود را در آن شخصیت حقوقی قرار می دهد. به این ترتیب یک بانک سرمایه گذاری با انعقاد قراردادی اقدام به انتشار اوراق صکوک در بازار می کند و پول فروش آن را در اختیار شخصیت حقوقی قرار می دهد. این شخصیت حقوقی با افتتاح حسابی در یک بانک نقش حسابدار و خزانه دار را به آن بانک محول می کند که وظیفه دارد سود سرمایه گذاری خرید اوراق صکوک را به حساب خریداران اوراق واریز کند. چنانچه انتشار اوراق صکوک بین المللی باشد دارا بودن رتبه اعتبار الزامی است که این رتبه بندی توسط شرکت هایی مانند Moody's, S&P و Fitch انجام می شود. شخصیت حقوقی ایجاد شده که دارای عمری حداکثر ۷ ساله است حتما باید در منطقه آزاد مالیاتش ثبت شود تا در تبادل اوراق هزینه گزافی برای مالیات پرداخت نکند و سود بیشتری نصیب خریداران اوراق شود. شرکت حقوقی پس از سررسید اوراق صکوک منحل می شود و شرکت مادر یا همان هلدرها اعلام می کنند افراد به جای اینکه اصل پول خود را بگیرند می توانند دارای سهام شوند. برای آنکه هلدرها در شخصیت حقوقی تاسیس شده به منظور انتشار اوراق صکوک حرفی برای گفتن نداشته باشند، یک سهامدار طلایی محسوب می شوند.



نکته قابل توجه این است که عامل پرداخت سود خریداران اوراق را می پردازد. به ساده ترین بیان روش کار بدین صورت است که ابتدا بانی توسط واسط ایجاد یا انتخاب می شود. در ادامه واسط امین را مشخص نموده و دارایی ارزش گذاری می شود. در مرحله بعد موسسه رتبه بندی اعتباری اوراق صکوک که قرار است رتبه بندی شود را رتبه بندی اعتباری می کند. واسط شرکت تامین سرمایه را مشخص می کند. سپس واسط امیدنامه اوراق را تهیه نموده و از طریق شرکت تامین سرمایه اقدام به پذیره نویسی صکوک می نماید. شرکت تامین کننده سرمایه با توجه به نوع دارایی اقدام به انتشار صکوک می کند. در شکل زیر فرایند انتشار صکوک نشان داده شده است

آنچه از فرایند فوق پیداست انتشار اوراق صکوک نیازمند پنج عنصر زیر است

بانی : منظور هر شخصیت حقوقی است که به منظور تامین مالی، اقدام به فروش دارایی های خود به واسط نموده و مجدداً به منظور انتفاع از دارایی ها اقدام به اجاره آنها از واسط می نماید

واسط : واسط معمولاً یک شرکت سهامی خاص یا با مسئولیت محدود است که به منظور خاص ( انتشار اوراق ) تاسیس می شود. واسط ممکن است از نظر زمانی به صورت محدود یا نامحدود باشد. این شرکت معمولاً توسط بانی و به منظور کاهش هزینه های تامین مالی تاسیس می شود. البته در کشورهای پیشرفته که میزان اوراق منتشره زیاد است معمولاً چنین شرکت هایی صرفاً به عنوان واسط تاسیس می شوند. وظیفه اصلی واسط انتشار اوراق صکوک می باشد. از نظر حقوقی واسط به عنوان حق العمل کار یا وکیل می تواند اقدام به فعالیت نماید

سرمایه گذاران : منظور صاحبان اوراق می باشد

امین : منظور نهادی است که حافظ منافع سرمایه گذاران است و وظیفه بررسی وثائق و ضمانت های لازم جهت انتشار اوراق را بر عهده داشته و بر کل فرآیند صکوک اجاره نظارت کامل دارد  
موسسه اعتبار دهنده : موسسه ای است که اقدام به رتبه بندی اعتباری صکوک اجاره می نماید.

### انواع اوراق صکوک

به طور کلی میتوان اوراق صکوک را به دو دسته اوراق صکوک دولتی و اوراق صکوک شرکتی تقسیم کرد ولی در استاندارد شریعت شماره ۱۲ سازمان حسابرسی و بازرسی نهادهای مالی اسلامی انواع مختلف صکوک سرمایه گذاری به این شرح ارایه شده است :

### اوراق اجاره

اوراق اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن مالک بخشی از دارایی است که براساس قرارداد اجاره واگذار شده است. در بین انواع صکوک، اوراق اجاره یک محصول متمایز به شمار می رود که جایگاه خوبی در بین سرمایه گذاران مسلمان نسبت به سایر اوراق پیدا نموده است و ناشران نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می دانند. روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که یک موسسه مالی با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع آوری می کند ، سپس با استفاده از آن منابع، کالاهای سرمایه ای و مصرفی با دوام مورد نیاز دولت، بنگاه ها، موسسه ها و اشخاص حقیقی و حقوقی را خریداری کرده و به آنان اجاره می دهد، از آنجایی که کالاهای ذکر شده با استفاده از منابع صاحبان اوراق خریداری می شود آنان مالک کالاها بوده و به تبع آن مالک اجاره بها نیز خواهند بود. اوراق بهادار اجاره به طور عمده به دو نوع تقسیم می شوند:

الف- اوراق اجاره عادی

ب- اوراق اجاره به شرط تملیک

### اوراق مرابحه

از آنجا که اوراق مرابحه انواع مختلف دارد، نمی توان تعریف جامعی از این اوراق ارائه کرد؛ اما در نگاه عام می توان گفت: اوراق مرابحه، اوراق بهاداری هستند که دارندگان آنها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل خرید و فروش در بازار ثانوی می باشند.

### تعریف اوراق قرض الحسنه

اوراق قرض الحسنه اوراق بهاداری است که براساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر می‌شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آن‌ها به دارندگان اوراق بدهکار است و بایستی در سر رسید به آنان بپردازد. اوراق قرض الحسنه که از طرف متفکران مسلمان پیشنهاد و در برخی کشورها به مرحله اجرا نیز رسیده دو نوع می‌باشد:

۱- اوراق قرض الحسنه بدون جایزه

۲- اوراق قرض الحسنه با جایزه

### اوراق رهنی

اکثر تسهیلات اعطایی از طرف بانک‌های بدون ربا قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند لیکن از این میان تسهیلات فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک به دلایل زیر از اولویت برخوردارند: این تسهیلات دارای بازدهی ثابت و معین هستند و برای افراد ریسک‌گریز و برای تبدیل کردن دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار شروع مناسبی به حساب می‌آیند. در این تسهیلات یا دارایی تا پرداخت آخرین اجاره بها در مالکیت بانک می‌ماند یا بانک می‌تواند معادل آن را به عنوان رهن دریافت نماید، بنابراین، این تسهیلات از کمترین ریسک برخوردارند. این تسهیلات دارای زمان‌بندی کاملاً معلوم بوده بانک‌ها می‌توانند متناسب با شرایط بازار، بسته‌های مناسب تسهیلات را از جهت سررسید انتخاب و به بازار عرضه کنند.

### اوراق استصناع

وزارتخانه‌ها، شهرداری‌ها، شرکت‌های دولتی و خصوصی که درصدد احداث یا توسعه پروژه خاصی چون احداث مسکن به صورت انبوه هستند و اعتبار مالی لازم برای انجام آن را به صورت نقد ندارند، می‌توانند با استفاده از اوراق بهادار استصناع، به احداث پروژه اقدام کنند و قیمت آن را طبق زمان‌بندی معینی از محل بودجه سالانه یا از طریق واگذاری واحدهای ساخته شده به تدریج بپردازند.

قرارداد استصناع به معنای سفارش ساخت است و در اصطلاح فقهی و حقوقی، قراردادی «صنع» است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل کالا یا طرح مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر به عهده می‌گیرد.

### صکوک مشارکت

یکی از مهمترین انواع صکوک معرفی شده صکوک مشارکت می‌باشد. صکوک مشارکت در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از منافعی است که ناشی از اجرای یک طرح یا پروژه سرمایه گذاری است. مدت قرارداد مشارکت مشخص است و می‌توان سود اوراق را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که صکوک مشارکت اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. این نوع صکوک نیز همانند برخی از ابزارهای مالی در برخی از کشورهای اسلامی به مرحله اجرا رسیده و چند سالی است مورد استفاده قرار می‌گیرد. ایران و سودان از پیشگامان انتشار اینگونه اوراق بوده‌اند. در ایران، قانون حاکم بر این اوراق قانون اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶ می‌باشد. ماده ۲ قانون اوراق مشارکت این اوراق را به صورت زیر تعریف نموده است: اوراق مشارکت (صکوک مشارکت) اوراق بهادار با نام یا بی نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی را دارند واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود. همچنین استاندارد شماره ۱۸ AAOFIF صکوک مشارکت را بدین صورت تعریف نموده است: صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند که بر اساس عقد مشارکت ایجاد شده‌اند و در آن یکی از طرفین یا شخص ثالثی مدیریت عملیات را بر عهده می‌گیرد. در اوراق مشارکت، ناشر بخشی از سرمایه مورد نیاز را خود تهیه نموده و بخش دیگر را از طریق انتشار اوراق مشارکت تأمین می‌کند. در واقع دارندگان اوراق مشارکت به صورت مشاع و به تناسب سرمایه آورده شده با ناشر در یک فعالیت اقتصادی وارد شده و در سود حاصل نیز شریک می‌شوند.

دارندگان صکوک به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند. از آنجا که امکان عملی جهت مدیریت پروژه یا طرح توسط دارندگان اوراق وجود ندارد لذا ناشر یا هر شخص دیگری که وی معرفی نماید به عنوان وکیل صاحبان اوراق مشارکت مدیریت طرح را بر عهده خواهد داشت. بنابراین، اوراق مشارکت سندی است گویای مالکیت دارنده آن، نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی که متعلق به دولت، شرکت‌های تعاونی یا خصوصی است و تا سررسید اوراق، هر نوع تغییر قیمت دارایی متوجه صاحب اوراق مشارکت خواهد بود.

### اوراق مضاربه

اوراق مضاربه اوراق بهاداری است که براساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده به عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد، بانی در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی سود حاصله را براساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق نقش مالک و بانی نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند. اوراق مضاربه را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد.

### اوراق جعاله

اوراق جعاله، اوراق مالکیت مشاع دارایی (کار، خدمت یا کالایی) است که براساس قرارداد جعاله تعهد انجام و تحویل شده است. بعد از پایان عمل (موضوع قرارداد جعاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد. اوراق جعاله کاربردهای متنوع دارد.

### اوراق منفعت

ورق منفعت سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی با دوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معلوم. اوراق بهادار منفعت در دو بخش عمده می‌تواند به کار گرفته شود:

۱- واگذاری منافع آینده دارایی با دوام

۲- واگذاری خدمات آینده

### اوراق مزارعه

اوراق مزارعه، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد مزارعه طراحی شده است. ناشر آن با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده و با آن وجوه اراضی قابل زراعت خریداری می‌کند، سپس آن اراضی را به قرارداد مزارعه از طرف دارندگان اوراق به کشاورزان واگذار می‌کند تا روی آن اراضی زراعت و در پایان سال زراعی محصول را با هم تقسیم کنند. در اوراق مزارعه، دارنده اوراق نقش مالک زمین زراعی و ناشر اوراق نقش وکیل مالک و کشاورز نقش عامل را ایفا می‌کند. صاحبان اوراق مزارعه می‌توانند اوراق را نگهداری و در پایان هر دوره زراعی از سود اوراق استفاده کنند. در مواقع نیاز به نقدینگی در بازار ثانوی به فروش رسانند.

### اوراق مزارعه

اوراق مضاربه، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر این اوراق با واگذاری آنها، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده و با آن باغ‌های قابل بهره‌برداری را خریداری، سپس به وکالت از طرف دارندگان اوراق به قرارداد مسابقات به باغبانان واگذار می‌کند تا به آنها رسیدگی و در پایان محصول به دست آمده را به هم تقسیم کنند. در این اوراق دارنده اوراق نقش مالک و ناشر نقش وکیل و باغبان نقش عامل در قرارداد مسابقات را ایفا می‌کنند. اوراق مسابقات سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغات معین است.

### اوراق سلف

اوراق سلف، اوراق بهاداری است که براساس قرارداد سلف منتشر می‌شود. سلف از اقسام بیع بوده و عکس نسبی است. هنگامی که شخصی تولید یا ارائه کالای معین را مورد هدف قرار می‌دهد، با انتشار این نوع صکوک قادر خواهد بود تا منابع مالی مورد

نیاز خود را تامین کند. در واقع سرمایه‌گذاران در این اوراق، کالای مورد نظر را پیش خرید کرده‌اند. مثال: سلف نفت کوره و اوراق سلف ذوب آهن.

این ابزار قابلیت دارد به صورت ابزار مناسبی برای تامین کسری بودجه دولت، تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی، ابزار مناسبی برای پوشش ریسک و به صورت ابزار سیاست پولی به وسیله بانک مرکزی به کار گرفته شود.

### نتیجه‌گیری

در این مطالعه بیان شد که سرمایه و نحوه تامین آن یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است و یکی از راه‌های تامین مالی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها است و یکی از ابزارهای مهم این کار استفاده از اوراق قرضه می‌باشد. اوراق قرضه در ایران به دلایل شرعی و قانونی نمی‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، بنابراین باید جایگزین‌هایی برای آن یافت. یکی از این جایگزین‌های مورد استفاده اوراق مشارکت است که نقایص و کاستی‌های آن به اختصار مشخص گردید و گفته شد که یکی از جایگزین‌های دیگر که می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، اوراق صکوک و به ویژه صکوک اجاره می‌باشد. این اوراق نیز معرفی و ویژگی‌های آن و همچنین تاریخچه‌ای از استفاده این اوراق به وسیله سایر کشورها بیان شد. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهد که:

۱- صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تامین مالی، هم برای شرکتهای دولتی و هم برای شرکتهای غیر دولتی، است.

۲- صکوک می‌تواند به عنوان ابزاری مکمل و یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد.

۳- صکوک ابزاری قانونی، مقبول و کارآ است که امکان به کار گیری آن در ایران فراهم است، هر چند احتیاج به فراهم کردن زیر ساخت‌هایی دارد که به طور خلاصه عبارتند از:

الف: استاندارد کردن دارایی‌های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آنها

ب: تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه بندی

ج: ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آن‌ها.

بنابراین دولت می‌تواند با یک برنامه ریزی مناسب و با زمینه سازی برای استفاده از این ابزار جدید مالی، گام مهمی در اجرای قانون بانکداری بدون ربا بردارد. همچنین استفاده از این ابزار جدید مالی می‌تواند برطرف کننده بسیاری از مشکلات مربوط به تامین مالی بنگاههای اقتصادی باشد، که همه این موارد از وظایف ذاتی دولت اسلامی برای نیل به توسعه ای پایدار می‌باشد.

### فهرست منابع

۱- نجفی، مهدی، "بررسی فرآیند تامین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک"، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۹۰

۲- سروش، ابوزر، "مروری بر ابزارهای مالی اسلامی"، کانون کارگزاران بورس اوراق بهادار، ۱۳۹۰.

۲- پهلوان، حمید و رضوی، سید روح الله، "اوراق صکوک، تعریف، انواع و ساختار"، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.

۳- رضایی، مجید، "بررسی فقهی ابزارهای مالی مشتقه"، مجله اقتصاد اسلامی، پاییز، ۱۳۹۱

۴- سلیمان پور، محمد جواد، "قراردادهای مالی جدید در اسلام"، مجله اقتصاد اسلامی، پاییز، ۱۳۹۳

۵- صانعی، یوسف، "ربای تولیدی"، انتشارات میثم تمار، ۱۳۸۳.