

## مروری بر نقش و اهمیت اوراق بهادار اسلامی در بازارهای سرمایه(با تاکید بر نقش مضاربه)

محمد امین موذنی طرقي<sup>۱</sup>

فاطمه صراف<sup>۲</sup>

### چکیده

اوراق مضاربه یکی از انواع صکوک یا همان ابزارهای مالی اسلامی است که در دهه های اخیر در ایران مورد توجه قرار گرفته است؛ این اوراق می توانند برای کمک به تامین نقدینگی در بازارهای پولی و مالی به کار گرفته شوند. در صورتی که از صکوک و به خصوص اوراق مضاربه استفاده شود این امر در بلندمدت سبب رشد و توسعه ی اقتصادی کشور خواهد گردید. از این رو و با توجه به اهمیت موضوع، نوشتار حاضر در نظر دارد تا ضمن مروری بر مفهوم و تعریف صکوک، به تبیین مفهوم اوراق مضاربه پرداخته و مدل ها و ماهیت حقوقی آن را شرح داده و در نهایت تاثیر آن را بر اقتصاد و بر بازارهای سرمایه تشریح نماید.

واژگان کلیدی: مضاربه، مرابحه، مساقات، بانی، کارگزار.

---

۱. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

Behnam\_193@yahoo.com

۲. استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

## مقدمه

ایده ی نخستین انتشار اوراق اسلامی به دهه ۱۹۸۰ بر می گردد. در آن زمان کوشش های فراوانی به وسیله بانک های اسلامی جهت غلبه بر مسئله ی نقدینگی صورت گرفت. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی در جایگاه پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پراخت می کردند استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره بنام گواهی سرمایه گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی کرد و بیشتر بر ملاحظه های کیفی طرح، تأکید می شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای گوناگونی مانند وضعیت کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می گرفت؛ بدین ترتیب شبهه ی ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می کردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶).

صکوک در حقیقت ابزاری برای تأمین مالی بانک ها، مؤسسات مالی و اعتباری و بنگاه های اقتصادی از طریق تبدیل کردن دارایی ها به اوراق بهادار است. صکوک ابزار ضروری برای تجهیز کردن منابع در بخش خصوصی یا دولتی، محسوب می شود؛ علاوه بر این، این ابزار به واسطه وجود مهندسی مالی مطابق با شریعت، می تواند از رقابت پذیری بالایی در بازار برخوردار شده و برای عموم افراد به عنوان یک فرصت سرمایه گذاری قابل دسترس باشد. صکوک برای مؤسسات اسلامی امکان افزایش نقدینگی را فراهم می کند. از طرفی دیگر، حرکت در مسیر رشد اقتصادی با گسترش کسب و کار در بخش های زیرساختی، منابع نفت، گاز و پتروشیمی و دیگر حوزه ها، دارای پتانسیل فوق العاده سودآور و بازدهی مطلوب بالقوه می باشد. ایران نیز همگام با کشورهای اسلامی در حال توسعه می تواند با توسعه فعالیت های اقتصادی خود از طریق تأمین مالی توسط صکوک به عنوان تأمین مالی ساختار یافته، به رشد و توسعه اقتصادی بالاتر دست یابد. با توجه به رونق استفاده از ابزار مالی صکوک در سایر کشورهای اسلامی و به ویژه در کشورهای همسایه ایران انتشار صکوک می تواند روشی مناسب برای تأمین مالی باشد. به خصوص با توجه به تحریم های اقتصادی و محدودیت های نهادها و شرکت های ایرانی برای دسترسی به بازار سرمایه بین المللی، ایجاد و توسعه این ابزار می تواند از اولویت های اصلی دولت و نهادهای تصمیم گیرنده باشد (نعیمی و همکاران، ۱۳۹۲).

در سال های اخیر استفاده از ابزارهای مالی اسلامی که به "صکوک" شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است تا شرکت ها به وسیله این نوآوری مالی بتوانند خلاء حاصل از کمبود ابزارهای مالی را پر کنند. انتشار اوراق مشارکت به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی را می توان گامی مهم در راستای توسعه نظام مالی اسلامی دانست. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، زمینه لازم برای طراحی و انتشار انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی جدید در کشورمان فراهم شده است. در این میان اوراق اجاره، به عنوان نخستین ابزار جدید (پس از اوراق مشارکت) مورد توجه سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت. با رفع شدن مشکل مالیاتی موجود جهت انتشار این ابزار در بهمن ماه ۱۳۸۸، زمینه لازم برای استفاده از این ابزار مالی جدید در بازار سرمایه کشور فراهم

شد. به نظر می‌رسد توسعه و گسترش استفاده از این ابزار مالی، گامی موثر در راستای توسعه بازار سرمایه کشور باشد. بنابراین مطالعه حاضر در نظر دارد تا به بررسی نقش و اهمیت اوراق بهادار اسلامی در بازارهای سرمایه بپردازد.

### صکوک

فرهنگ "المنجد" واژه "صک" (جمع آن أَصْک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و... ترجمه کرده است. دایره‌المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در این رابطه چنین بیان می‌کند: "صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه ی انواع حوالجات و تعهدات به کار 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 اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک الوکاله به معنای وکالت‌نامه و صک الکفاله به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است." (صادقی، ۱۳۸۷).

استاندارد شرعی شماره ی ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این گونه 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 ی آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.

استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی انواع صکوک نمود. که عبارتند از؛

۱. صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، ۲. صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود، ۳. صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، ۴. صکوک صلح، ۵. صکوک استصناع، ۶. صکوک مزارعه، ۷. صکوک مشارکت، ۸. صکوک مضاربه، ۹. صکوک نماینده سرمایه‌گذاری، ۱۰. صکوک مزارعه، ۱۱. صکوک مساقات، ۱۲. صکوک ارائه خدمات، ۱۳. صکوک حق‌الامتیاز.

از بین صکوک فوق‌الذکر تنها استفاده از صکوک اجاره، سلم و استصناع و تا حدی صکوک مشارکت، مزارعه و مضاربه معمول است.

در یک تقسیم بندی دیگر می‌توان صکوک را به دو گروه ابزار حقوق صاحبان سهام و ابزار بدهی تقسیم نمود. صکوک اجاره، سلم، استصناع و مزارعه زیر مجموعه ابزار بدهی و صکوک مشارکت و مضاربه زیر مجموعه ابزار حقوق صاحبان سهام قرار می‌گیرند (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه).

### مزایای اوراق صکوک

برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان به شرح زیر بیان نمود:

- ۱- صکوک نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد
- ۲- دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
- ۳- با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.
- ۴- از آنجا که صکوک با پشتوانه‌ی دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه‌ی تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه‌ی تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است.
- ۵- صکوک با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به توسعه‌ی بازار سرمایه کمک می‌کند.
- ۶- چنانچه برای دادوستد اوراق صکوک یک بازار ثانویه فراهم می‌شود، آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه).

### تعریف قرارداد مضاربه

مضاربه پیمانی است که به سبب آن یکی از دو طرف قرارداد سرمایه اش را در اختیار طرف دیگر گذاشته تا با آن تجارت کند و در سود با یکدیگر شریک باشند؛ صاحب سرمایه، مالک و عامل مضارب نامیده می‌شود (بنی هاشمی<sup>۱</sup>). در واقع اوراق مضاربه اوراق بهاداری است که براساس پیمان مضاربه طراحی می‌شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را گرد آورده، با عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد، بانی وجوه را در فعالیت تجاری سودآور به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی، سود به دست آمده را براساس نسبت‌هایی که در اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق مالک، و بانی عامل قرارداد مضاربه اند. اوراق مضاربه را می‌توان با کاربری‌های گوناگون طراحی کرد (مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار).

در واقع گواهی‌هایی که نشان دهنده‌ی پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی هستند که طبق قرارداد مضاربه مدیریت می‌شوند و طبق سازوکار معرفی یکی از طرفین به عنوان مضارب جهت مدیریت عملیات، صورت می‌گیرد. صکوک مضاربه برای استفاده از مشارکت عموم در طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری کاربرد دارد. این صکوک بر تقسیم سرمایه‌های مضاربه از طریق انتشار واحدهایی دارای ارزش برابر که به نام دارنده‌ی آن به ثبت می‌رسند بنا شده است. اسناد صکوک مضاربه نشان دهنده‌ی دارایی هستند که تحت سرمایه‌های مضاربه به دست آمده است. هر صک نشان دهنده‌ی یک مالکیت

۱. توضیح المسائل دوازده مرجع تقلید، ج ۲، ص ۲۶۳؛ ماده ۵۴۶ قانون مدنی.

سودآور غیرتقسیم شده در دارایی هایی است که تحت سرمایه های مضاربه استحصال شده اند. وقتی فردی صکوک مضاربه را خریداری می کند در تمام حقوق مالکیت دارایی از قبیل فروش و یا انتقال آن به وارث بعد از مرگ، محق است. (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶).

اوراق مضاربه از حیث قلمرو، پیرو قرارداد مضاربه است. میان فقیهان شیعه و اهل سنت در تبیین قلمرو عقد مضاربه اختلاف است. به باور مشهور فقیهان شیعه، مضاربه خاص تجارت و بازرگانی است و دیگر فعالیت های اقتصادی مانند زراعت، باغ داری، دام پروری و صنعت را شامل نمی شود. در برابر، برخی فقیهان شیعه و مشهور فقیهان متأخر اهل سنت، قایل به توسعه قلمرو مضاربه در همه بخش های اقتصادی اند؛ بنابراین، اگر اوراق مضاربه بخواهد در کشوری مانند ایران منتشر شود و مخاطب آن عموم مردم باشند، ناگزیر باید در قلمرو امور تجارت و بازرگانی باشد و دیگر بخش های اقتصادی را شامل نمی شود؛ برای آن بخش ها می توان از اوراق مشارکت، مزارعه و مساقات یا دیگر اوراق بهادار اسلامی استفاده کرد.

### ماهیت و انواع اوراق مضاربه

یک مؤسسه بازرگانی که برای فعالیت های بازرگانی اش به سرمایه نیاز دارد، می تواند با برآورد سرمایه مورد نیاز و با تاسیس یک شرکت واسط، به اندازه سرمایه مورد نیاز، اوراق مضاربه هم شکل و قابل انتقال به غیر منتشر کند. شرکت واسط (ناشر)، این اوراق را بر اساس قرارداد وکالت، به اشخاص حقیقی و حقوقی می سپرد. واسط (ناشر) به منزله وکیل صاحبان اوراق، با مؤسسه بازرگانی به عنوان عامل مضاربه، قرارداد مضاربه می بندد و وجوه را در اختیار مؤسسه بازرگانی می نهد. مؤسسه بازرگانی با استفاده از وجوه به دست آمده از واگذاری اوراق، به کار بازرگانی (خرید و فروش کالا) روی می آورد و در پایان قرارداد یا پایان هر سال مالی سود به دست آمده از فعالیت بازرگانی را پس از کسر سهم عامل (مؤسسه بازرگانی) می پردازد. ناشر نیز پس از کسر حق الوکاله خود باقیمانده سود را میان صاحبان اوراق تقسیم می کند. مقدار سود به عوامل فراوانی همچون وضعیت اقتصادی کشور، وضعیت سوددهی بخشی که مؤسسه در آن فعالیت بازرگانی دارد و میزان موفقیت مدیریت مؤسسه بستگی دارد. گرچه مؤسسه براساس تجربه و شناختی که از بازار دارد تا اندازه ای می تواند نرخ سود را تخمین بزند، نرخ سود واقعی در پایان دوره مالی مشخص می شود و ممکن است با نرخ سود انتظاری آغاز دوره متفاوت باشد (موسویان، ۱۳۹۰).

انواع اوراق مضاربه به شرح زیر می باشند:

-اوراق مضاربه خاص: جهت انجام فعالیت تجاری خاص، عرضه شده و پس از اتمام آن فعالیت، سود حاصل تقسیم می گردد.

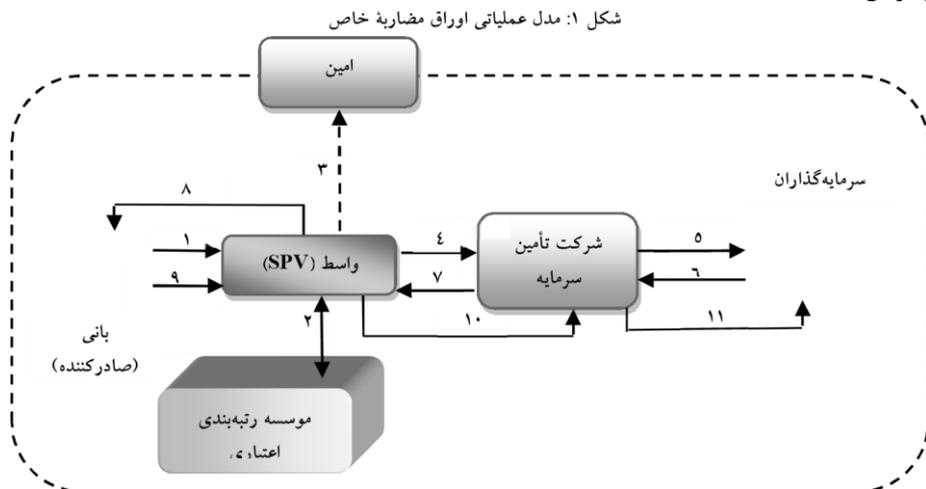
-اوراق مضاربه عام با سررسید: در این اوراق بانی، با سررسید معین (مثلا سه سال یا پنج سال) و با دوره های مالی مشخص (مثلا سه ماه یا شش ماه یا یک سال) اوراقی را منتشر می نماید سپس با سرمایه حاصل به تجارت می پردازد. در این حالت معمولا فعالیت خاصی برای بانی معین نمی گردد.

-اوراق مضاربه عام بدون سررسید: این اوراق در فعالیت و پرداخت سود همانند حالت قبل عمل نموده تنها با این تفاوت که سررسید ندارد و تا انحلال شرکت این اوراق دارای اعتبار بوده و در هر دوره مالی سود پرداخت می نمایند (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه).

#### ارکان اصلی و مدل های انتشار اوراق مضاربه

در معامله های مرتبط با اوراق مضاربه، افزون بر سازمان بورس، که مجوز انتشار اوراق مضاربه را صادر می کند و در حین کار نیز بر عملکرد آن نظارت دارد، موارد زیر ارکان اصلی را تشکیل می دهند:

۱. بانی (موسسه بازرگانی)؛ ۲. ناشر (واسط)؛ ۳. سرمایه گذاران (دارندگان اوراق)؛ ۴. امین؛ ۵. شرکت تأمین سرمایه؛ ۶. شرکت رتبه بندی اعتباری و ۷. ضامن.
- اوراق مضاربه را می توان با کاربری های گوناگون طراحی کرد. کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، سه گونه کاربرد اوراق مضاربه، شامل: اوراق مضاربه خاص، اوراق مضاربه عام با سررسید و اوراق مضاربه عام بدون سررسید را از دیدگاه شرعی تایید کرده است. اوراق مضاربه خاص با توجه به دامنه کاربرد عقد مضاربه که ویژه بخش بازرگانی است، در قالب مدل زیر اجرایی است (موسویان، ۱۳۸۹):



شکل ۱: مدل عملیاتی اوراق مضاربه خاص

## گردش مالی و روابط حقوقی اوراق مضاربه خاص

۱- مؤسسه بازرگانی در جایگاه بانی، با انتخاب شرکت واسط (ناشر)، از میان شرکت های واسط پذیرفته شده سازمان بورس، درخواست خود را برای اجرای سرمایه گذاری به وسیله واسط اعلام کرده، واسط را در جایگاه ناشر اوراق در انجام طرح تعیین می کند تا با وی به مثابه وکیل سرمایه گذاران قرارداد مضاربه ببندد؛

۲- واسط با انجام دادن مطالعه های اولیه و تهیه امیدنامه، تایید لازم را از مؤسسه رتبه بندی اعتبار دریافت می کند؛

۳- شرکت واسط با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، برای کنترل و نظارت بر همه فرایندها، مؤسسه امین را انتخاب می کند. امین نیز بر همه عملیات نظارت می کند؛

۴- واسط، با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق مضاربه خاص را منتشر کرده، برای واگذاری در اختیار شرکت تأمین سرمایه می گذارد؛

۵- شرکت تأمین سرمایه با واگذاری اوراق مضاربه خاص به سرمایه گذاران، وجوه آنان را جمع آوری کرده، در اختیار واسط قرار می دهد؛

۶- شرکت واسط وجوه سرمایه گذاران را در اختیار صادرکننده می گذارد؛

۷- مؤسسه بازرگانی وجوه سرمایه گذاران را در فعالیت بازرگانی مورد نظرش به کارگرفته، سپس در جریان اجرای عملیات در سررسیدهای معین شده سودهای علی الحساب را به سرمایه گذاران می پردازد. با پایان عملیات بازرگانی (خرید، صدور، فروش کالا و وصول قیمت آن) مؤسسه مزبور در سررسید نهایی و پس از کسر حق عامل، اصل و سود به دست آمده از فعالیت بازرگانی را به مرور یا یک جا در اختیار واسط می نهد؛

۸- واسط نیز این پول را پس از کسر حق الزحمه خود، شرکت رتبه بندی اعتباری و مؤسسه امین برای توزیع میان سرمایه گذاران در اختیار شرکت تأمین سرمایه می گذارد؛

۹- شرکت تأمین سرمایه نیز پس از کسر حق الزحمه خود، باقی پول را به صاحبان اوراق می پردازد (موسویان، ۱۳۹۱).

## ماهیت حقوقی اوراق مضاربه

عقد مضاربه، به منزله عقد مبنایی اوراق مضاربه، پیمانی جایز، عهدی و معوض است. در این قرار داد، به لحاظ ساختاری، رابطه ای بسیط میان مضارب و مالک سرمایه نیست؛ بلکه خود از چند عقد گوناگون شامل وکالت، شرکت و امانت تشکیل شده است. بر همین اساس در شناخت ماهیت اوراق مضاربه باید به بعد ترکیبی بودن عقد مضاربه توجه داشت. به طور خلاصه، ماهیت حقوقی اوراق مضاربه، ماهیتی چندگانه و شامل روابط حقوقی میان دارندگان اوراق، بانی و واسط است. این روابط شامل: رابطه وکالت میان بانی و واسط در بستن پیمان مضاربه با سرمایه گذاران و دریافت وجوه از

آنها و واگذاری آن به بانی؛ رابطه وکالت میان واسط و سرمایه گذاران مبنی بر دریافت سود حاصل از بانی و تقسیم آن میان دارندگان اوراق؛ رابطه وکالت میان دارندگان اوراق و بانی در به کارگیری سرمایه در امر تجارت و تقسیم سود به دست آمده؛ رابطه امانت میان بانی و صاحبان سرمایه در نگه داری و استفاده مناسب از سرمایه و رابطه مشارکت میان بانی و سرمایه گذاران در سود حاصل شده است. می توان گفت اوراق مضاربه از بعد حقوقی، مجموعه روابط حقوقی، بر پایه قانون و فقه امامیه است که در مواردی برای جبران ضعف های آن، راهکارهای حقوقی اندیشیده شده است. فرایند انتشار این اوراق از بعد حقوقی بی نقص، و سازوکار لحاظ آن از جهت روابط حقوقی فی مابین تنظیم پذیر است. برای اجرایی کردن این اوراق می توان از ضمانت های اجرای حقوقی و الزام هر دو طرف به پایبندی به تعهدات، با به کارگیری قواعد و اصول حقوقی بهره گرفت (موسویان و شیرمردی احمدآباد، ۱۳۹۰).

علاوه بر این به موجب ماده ۵۵۰ و ۵۵۱، قرارداد مضاربه می تواند بر اساس یکی از عوامل ذیل، منحل و بی اثر گردد:

- توافق و تمایل طرفین در انحلال (اقاله)
- فسخ قرارداد توسط یکی از طرفین بدون رضایت طرف دیگر
- در صورت فوت یا جنون یا سفه (از دست دادن توان ذهنی برای مدیریت اموال)
- در صورت مفلس شدن (ناتوانی مالی)
- در صورت تلف شدن تمام سرمایه
- در صورت عدم امکان تجارتي که منظور طرفین بوده است.

#### تأثیر اوراق مضاربه بر بازارها

انتشار اوراق مضاربه در بلندمدت تأثیرات زیر را بر اقتصاد کلان کشور بر جای خواهد گذاشت :

- گسترش اوراق مضاربه به صورت مستقیم باعث توسعه بخش صادرات می شود؛ اما تأثیر غیر مستقیم آن روی بخش های تولیدی به عوامل دیگری بستگی دارد. برای مثال، اگر دولت با سیاست های مالی و پولی، مؤسسه های ناشر اوراق مضاربه را به سمت صادرات کالاهای تولید داخل بکشاند، توسعه اوراق مضاربه به صورت غیر مستقیم باعث توسعه بخش تولیدی اقتصاد نیز می شود. اما اگر آنها به خرید و فروش کالاهای خارجی اقدام کنند، گسترش اوراق مضاربه، اثر منفی روی بخش تولیدی جامعه می گذارد. بنابراین، در صورت برنامه ریزی مناسب، این اوراق می تواند ابزاری برای توسعه صادرات و در صورت نبود برنامه، وسیله ای برای توسعه واردات باشد.
- اگر بازار اولیه و ثانویه اوراق مضاربه به صورت رقابت سالم اداره شود و نرخ های بازدهی اوراق به سمت نرخ های بازدهی بخش صادرات و نرخ آن بخش به سمت نرخ بازدهی سرمایه در کل اقتصاد

حرکت کند، اوراق مضاربه می تواند ابزار مناسبی برای توزیع عادلانه ارزش افزوده در کل اقتصاد باشد؛

-اوراق مضاربه از آنجایی که بر اساس عقود مشارکتی است؛ در صورت به کارگیری در بخش صادرات باعث اشتغال، سرمایه گذاری در بخش کالاهای صادراتی، درآمد ارزی و توزیع درآمد به صورت عادلانه تر میان ارکان منتشرکننده این اوراق خواهد شد؛

-با توجه به محدودیت موضوع اوراق مضاربه که به بخش بازرگانی اختصاص دارد و با توجه به محدودیت مشتریان که ویژه افراد ریسک پذیر است؛ این اوراق قابلیت زیادی برای ابزار تأمین مالی دولت و یا برای ابزار سیاست پولی بانک مرکزی ندارد(موسویان و همکاران، ۱۳۸۹).

علاوه بر این در تجارت، جایگزینی تامین مالی از طریق اوراق مضاربه به جای اوراق قرضه دارای مزیت‌هایی است که به اختصار به آنها اشاره می‌گردد:

- اهرم مالی همراه با تعهد پرداخت سود قطعی و ثابت در کار نمی‌باشد.

-در نتیجه، ریسک کار و کسب به جهت پایین تر بودن بدهی در ساختار سرمایه، کاهش می‌یابد.

-به جهت توافق اولیه روی PRS، بدون رقیق‌شدگی مالکیت، مالکان درآمد کسب می‌کنند چرا که تنها سود به دست آمده از پروژه تامین مالی شده توسط اوراق مضاربه توزیع می‌شود و ارتباطی با سایر پروژه‌ها و دارایی‌های ناشر ندارد. این در حالی است که در تامین مالی از طریق سهام، سهام داران ادعای مالکیت نسبت به سود کلی و کلیت دارایی‌های ناشر را دارند.

-ادعای سرمایه‌گذاران در باقی‌مانده سرمایه بوده (مانند سهام) نه از پیش تعیین شده (مانند اوراق قرضه) و نیز دارای زمان مشخص می‌باشد (مانند اوراق قرضه) نه دائمی (مانند سهام).

ویژگی‌های برشمرده در بالا، شرایطی را برای سهامداران (در دارایی‌های ناشر) به وجود می‌آورد که بدون به خطر افتادن مالکیت آنها، آن هم با نسبتی بالا به تقسیم سود با سرمایه‌گذاران در اوراق مضاربه می‌پردازند. مسلماً اوراق مضاربه می‌تواند برای ناشران به مراتب جذاب‌تر از اوراق قرضه باشد.

در موارد فوق به ویژگی‌هایی که اوراق مضاربه را در نظر ناشران مطلوبتر می‌کند اشاره گردید. اما در نظر سرمایه‌گذاران این اوراق همچنان می‌تواند جذاب باشد چرا که آنها می‌توانند در صورت حصول سود بالاتر از انتظار توسط ناشر، به سود بالاتر دست یابند. همه این موارد روی خوش سکه را نشان می‌دهد. اما روی دیگر سکه بحث میزان سود و اصل سرمایه است که طبق عقد مضاربه ناشر ضامن آنها نیست و این خود برای سرمایه‌گذاران یک چالش جدی محسوب می‌شود. در پاسخ به این مسئله می‌توان به استفاده از ابزارها و اهرم‌های متعدد اشاره کرد. امروزه با پیشرفت فن‌آوری اطلاعات و با به کارگیری سیستم‌های دقیق گزارش‌دهی مالی و نیز نظارت (نه دخالت) بر حسن انجام کار توسط نهادهای تخصصی بی‌طرف و همچنین استفاده از اهرم دولت برای مجازات متخلفان و سایر تدابیر احتیاطی می‌توان تا حد زیادی از خطر تلف مال و یا تقلب در گزارش‌دهی مالی کاست. در عین حال

در صورت حصول سود مازاد (بر میزان انتظار سرمایه‌گذاران)، به نسبت ۳۰-۷۰ میان سرمایه‌گذاران و ناشر توزیع گشته و در صورت کمتر بودن سود (نسبت به سود انتظاری)، همچنان به نسبت ۳۰-۷۰ میان آنها تقسیم می‌گردد چرا که ضمانتی نسبت به میزان معین سود وجود ندارد (زینت بخش، ۱۳۹۴).

#### نتیجه‌گیری

اوراق مضاربه، راه‌کار تازه و بسیار خوب برای سرمایه‌گذارانی است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و در عین حال، مایل‌اند منابع خود را در صورت نیاز، به‌آسانی باز پس گیرند؛ زیرا به‌طور طبیعی چنین اوراقی، بازارهای ثانوی برای داد و ستد دارند و هر زمان که سرمایه‌گذار (صاحب اوراق بهادار)، به همه اموال سرمایه‌گذاری خود یا بخشی از آن نیاز داشت، می‌تواند به فروش تمام یا قسمتی از آن‌ها اقدام کند و بهای آن را که شامل اصل و سود سرمایه (در صورتی که طرح سود داشته باشد) است، به دست آورد.

این کار شیوه بسیار خوبی برای مدیریت نقدینگی است، بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی می‌توانند با یاری گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند؛ به این صورت که اگر نقدینگی مازادی داشته باشند، به خرید اوراق و چنان‌که نیاز به نقدینگی داشتند، به فروش آن‌ها در بازارهای ثانوی اقدام می‌کنند و از این راه کسری یا مازاد منابع نقدی خود را مدیریت می‌کنند. اوراق مضاربه، وسیله‌ای برای توزیع عادلانه ثروت‌ها و درآمدهاست و امکان بهره‌مندی از سود حقیقی ناشی از طرح‌ها و فعالیت‌های اقتصادی را به‌صورت عادلانه‌ای برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند. بدین ترتیب ثروت و درآمد در گستره وسیع‌تر، بدون آنکه فقط در اختیار شمار معدودی از ثروتمندان باشد، جریان می‌یابد و این از جمله بزرگ‌ترین اهدافی است که اقتصاد اسلامی همواره در پی آن است.

گسترش اوراق مضاربه به‌صورت مستقیم به توسعه بخش بازرگانی می‌انجامد؛ اما تاثیر غیرمستقیم آن بر روی بخش‌های تولیدی به عوامل دیگری نیز بستگی دارد. برای مثال اگر دولت با سیاست مالی و پولی، مؤسسه‌های ناشر اوراق مضاربه را به سمت فعالیت تجاری کالاهای تولید داخل سوق دهد، توسعه اوراق مضاربه به‌صورت غیرمستقیم، موجب توسعه بخش تولیدی اقتصاد نیز می‌شود؛ اما اگر آن‌ها به خرید و فروش کالاهای خارجی مبادرت کنند، گسترش اوراق مضاربه اثر منفی روی بخش تولیدی جامعه خواهد گذاشت.

## منابع

- پهلوان، حمید و رضوی، سید روح الله. (۱۳۸۶). اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار. سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی.
- زینت بخش، امیرعباس. (۱۳۹۴). تامین مالی با اوراق قرضه یا مضاربه؟
- صادقی، رضا، ۱۳۸۷، «مدیریت ریسک اوراق اجاره»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال ۷، شماره ۲۷.
- مصباحی مقدم، غلامرضا، رحیمی، سیدعلی اصغر، کاوند، مجتبی (۱۳۸۹)، بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دهم، شماره ۳۸، صص ۱۴۷ تا ۱۷۴
- موسویان، سید عباس (۱۳۹۰)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، چاپ چهارم، تهران، انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سید عباس، کاوند، مجتبی، ردادی، علی (۱۳۸۹)، اوراق بهادار مضاربه، ابزاری مناسب برای توسعه صادرات ایران، دو فصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی، شماره ۱۳ ی ۱۳.
- موسویان، سید عباس، و شیرمردی احمدآباد، حسین. (۱۳۹۱). مدیریت ریسک های اوراق بهادار مضاربه با تاکید بر فقه امامیه. تحقیقات مالی اسلامی، ۲(۱) (پیاپی ۳)، ۶۸-۳۹.
- <https://www.sid.ir/fa/journal/ViewPaper.aspx?id=253532>