



وزارت علوم ، تحقیقات و فن آوری  
موسسه آموزش عالی کار قزوین  
دانشکده تحصیلات تکمیلی

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد (M.A)

رشته : حقوق خصوصی

عنوان:

ماهیت و قواعد حقوقی حاکم بر انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

استاد راهنما:

دکتر هادی احتشامی

استاد مشاور:

دکتر علیرضا رجب زاده

نگارش : مسعود پرنده

بهمن ماه ۱۳۹۱

بسمه تعالی

شماره: ۳۴۱/ت

تاریخ: ۹۱/۱۱/۲۸

### صور تجلسه دفاع

با تاییدات خداوند جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد دانشجو "مسعود پرنده" تحت عنوان

**"ماهیت و قواعد حقوقی حاکم بر انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)"**

با حضور استاد راهنما، مشاور، داور و سایر مدعوین در موسسه آموزش عالی کار قزوین تشکیل گردید. در این جلسه پایان نامه با موفقیت مورد دفاع قرار گرفت.

نامبرده نمره به عدد ۷۱/۵ به حروف *هفت و یک* دریافت نمود.

امضا

استاد راهنما: دکتر هادی احتشامی

امضا

استاد مشاور: دکتر علیرضا رجب زاده

امضا

داور: دکتر جمال رضایی

امضا

مدیر گروه: دکتر علیرضا رجب زاده

امضا

معاون تحصیلات تکمیلی: دکتر منوچهر نیکنام

## چکیده:

با توجه به حرمت ربا طبق احکام اسلام و ممنوعیت بهره در اقتصاد اسلامی، استفاده از ابزارهای مالی مبتنی بر بهره مثل اوراق قرضه در کشورهای اسلامی جایگاهی ندارد بنابراین اندیشمندان مسلمان به فکر ایجاد ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر عقود اسلامی افتادند و با توجه به تجربه بازارهای مالی توانستند در مدت زمان کوتاهی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) طراحی کنند. در این پژوهش از بین انواع اوراق صکوک، به بررسی شش نوع رایج آن که به ترتیب عبارتند از: اوراق قرض الحسنه، اجاره، استصناع، مضاربه، مشارکت و مرابحه پرداخته شده است و سعی شده است که بیشتر ابعاد فقهی و حقوقی این اوراق، قدرت نقد شوندگی آنها در بازار ثانویه و اثر ریسک بر این اوراق بهادار و نحوه مدیریت کردن آنها مورد بررسی قرار گیرد.

در نهایت مهمترین نتایجی که در این پژوهش به آن پرداخته شد و مورد بررسی قرار گرفت این بود که صکوک یا اوراق بهادار اسلامی بر خلاف اوراق قرضه ماهیت ربوی ندارد زیرا هر دو شرط اساسی ربا یعنی قرارداد قرض و شرط زیاده در هیچ کدام از اوراق مربوطه وجود ندارد، هم چنین با توجه به جواز بیع دین در ایران و موافقت مشهور فقهای شیعه و مالکیت مشاع سرمایه گذاران، تمامی این اوراق از بازار ثانویه خوب و فعالی برخوردار هستند لذا مالکان اوراق هیچ دغدغه ای برای فروش قبل از سررسید ندارند. ضمناً چون انتشار صکوک مبتنی بر پشتوانه دارایی های عینی است و تمام دارایی ها با ریسک سروکار دارند لذا اوراق صکوک همیشه در معرض ریسک هستند اما بوسیله راهکارهای گفته شده در متن، این ریسکها قابل کنترل هستند.

## واژگان کلیدی:

بورس، اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار، اوراق قرضه، صکوک، اوراق قرض الحسنه، اوراق اجاره، اوراق استصناع، اوراق مضاربه، اوراق مشارکت، اوراق مرابحه، ریسک

## فهرست مطالب

عنوان	صفحه
چکیده.....	۱
<b>فصل اول : کلیات تحقیق</b>	
۱-۱ بیان مسئله.....	۳
۲-۱ اهمیت و ضرورت تحقیق.....	۳
۳-۱ هدف از این موضوع.....	۴
۴-۱ سوالات تحقیق و فرضیه ها.....	۴
۵-۱ روش تحقیق.....	۴
۶-۱ واژگان کلیدی و تعاریف آنها.....	۵
۷-۱ پیشینه تحقیق.....	۷
۸-۱ مبانی نظری.....	۹
۹-۱ مشکلات تحقیق.....	۱۰
<b>فصل دوم: مبانی نظری اوراق بهادار اسلامی، مزایا و محدودیت ها</b>	
۱-۲ مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی.....	۱۲
۲-۲ اثرهای انتشار اوراق بهادار اسلامی.....	۱۲
۳-۲ انواع اوراق بهادار.....	۱۳
۴-۲ ویژگی های اوراق بهادار متعارف (ربوی).....	۱۳
۵-۲ ویژگی های اوراق بهادار اسلامی.....	۱۴
۱-۵-۲ مالکیت صاحبان اوراق.....	۱۴
۲-۵-۲ کیفیت توزیع سود.....	۱۴
۱-۲-۵-۲ اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین.....	۱۵
۲-۲-۵-۲ اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی.....	۱۵
۳-۲-۵-۲ اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی.....	۱۶
۳-۵-۲ تضمین اصل سرمایه.....	۱۷
۱-۳-۵-۲ تضمین اصل سرمایه در اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین.....	۱۷
۲-۳-۵-۲ تضمین اصل سرمایه در اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی.....	۱۸
۳-۳-۵-۲ تضمین اصل سرمایه در اوراق بهادار مشارکتی.....	۱۹

- ۲-۳-۴ تضمین اصل سرمایه در همه ی اوراق بهادار اسلامی به صورت شخص ثالث ..... ۲۰
- ۲-۶ مبانی فقهی و حقوقی الگوی جدید بانکداری بدون ربا ..... ۲۱
- ۲-۷ آزادی انتخاب عقدها ..... ۲۱
- ۲-۸ حکمت تحریم ربا و الگوی جدید ..... ۲۲
- ۲-۹ مشروعیت سود معین ..... ۲۴
- ۲-۱۰ کلیات مباحث تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار ..... ۲۵
- ۲-۱۰-۱ تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار ..... ۲۶
- ۲-۱۰-۲ تاریخچه انتشار صکوک ..... ۲۹
- ۲-۱۱ مزایای و محدودیت های اوراق صکوک ..... ۳۲
- ۲-۱۲ زیرساخت های لازم برای توسعه بازار صکوک ..... ۳۳
- ۲-۱۳ مقایسه صکوک با ابزارهای مرسوم دارای درآمد ثابت ..... ۳۴
- ۲-۱۴ نتیجه گیری ..... ۳۴

### فصل سوم : بررسی اوراق بهادار قرض الحسنه، اجاره و استصناع

- ۳-۱ صکوک قرض الحسنه ..... ۳۷
- ۳-۱-۱ تعریف اوراق قرض الحسنه ..... ۳۷
- ۳-۱-۲ ماهیت اوراق قرض الحسنه ..... ۳۷
- ۳-۱-۳ انواع اوراق قرض الحسنه ..... ۳۸
- ۳-۱-۴ قلمرو اوراق قرض الحسنه ..... ۳۸
- ۳-۱-۴-۱ تامین مالی طرح عام المنفعه ..... ۳۹
- ۳-۱-۴-۱-۱ روابط حقوقی اوراق قرض الحسنه تامین مالی وام های قرض الحسنه ..... ۳۹
- ۳-۱-۴-۱-۲ اعطای وام قرض الحسنه به نیازمندان ..... ۳۹
- ۳-۱-۴-۱-۳ روابط حقوقی اوراق قرض الحسنه تامین مالی وام های قرض الحسنه ..... ۴۰
- ۳-۱-۵ منافع اوراق قرض الحسنه ..... ۴۱
- ۳-۱-۶ بازار ثانوی اوراق قرض الحسنه ..... ۴۱
- ۳-۱-۷ بررسی فقهی اوراق قرض الحسنه ..... ۴۱
- ۳-۱-۸ مبانی فقهی اوراق قرض الحسنه ..... ۴۲
- ۳-۱-۸-۱ تعریف قرض ..... ۴۲
- ۳-۱-۸-۲ ماهیت قرارداد قرض ..... ۴۲
- ۳-۱-۸-۳ انعقاد قرارداد قرض ..... ۴۲

۴۳	..... ۳-۱-۴ شرط زیاده، هدیه و کارمزد در قرارداد قرض
۴۳	..... ۳-۱-۹ نتیجه گیری
۴۳	..... ۳-۲-۲ صکوک اجاره
۴۳	..... ۳-۲-۱ تعریف اوراق اجاره
۴۴	..... ۳-۲-۲ ماهیت اوراق اجاره
۴۵	..... ۳-۲-۳ روش کار در اوراق اجاره
۴۵	..... ۳-۲-۴ عناصر اصلی اوراق اجاره
۴۷	..... ۳-۲-۵ کاربرد اوراق اجاره
۴۸	..... ۳-۲-۶ انواع اوراق اجاره
۴۸	..... ۳-۲-۱-۶ اوراق اجاره عادی
۴۸	..... ۳-۲-۱-۱-۶ شیوه های عملیاتی اوراق اجاره عادی
۴۹	..... ۳-۲-۱-۶-۲ ویژگی های اوراق اجاره عادی
۵۰	..... ۳-۲-۶-۲ اوراق اجاره به شرط تملیک
۵۰	..... ۳-۲-۶-۱-۲ شیوه های اوراق اجاره به شرط تملیک
۵۱	..... ۳-۲-۶-۲-۲ ویژگی های اوراق اجاره به شرط تملیک
۵۱	..... ۳-۲-۶-۳ بازار ثانوی اوراق اجاره
۵۲	..... ۳-۲-۶-۴ فقه اوراق اجاره
۵۳	..... ۳-۲-۶-۵ مراحل انتشار
۵۶	..... ۳-۲-۶-۶ نتیجه گیری
۵۶	..... ۳-۳-۳ صکوک استصناع
۵۷	..... ۳-۳-۱ تعریف استصناع
۵۷	..... ۳-۳-۲ انواع استصناع
۵۸	..... ۳-۳-۳ ارکان قرارداد استصناع
۵۹	..... ۳-۳-۴ دیدگاه های فقهی و حقوقی درباره قرارداد استصناع
۶۰	..... ۳-۳-۱-۴ استصناع قرارداد باطل
۶۰	..... ۳-۳-۲-۴ استصناع قرارداد صحیح
۶۱	..... ۳-۳-۴-۱ استصناع مصداقی از بیع سلف
۶۳	..... ۳-۳-۴-۲ استصناع به عنوان بیع مستقل
۶۴	..... ۳-۳-۴-۳ استصناع به عنوان اجاره یا جعاله

۶۵	..... ۳-۳-۴-۲-۴ استصناع به عنوان قرارداد مستقل
۶۶	..... ۳-۳-۴-۲-۵ استصناع در قالب قرارداد صلح
۶۷	..... ۳-۳-۵ بازار ثانوی اوراق استصناع
۶۷	..... ۳-۳-۶ مبنای فقهی بازار ثانوی اوراق استصناع
۶۸	..... ۳-۳-۷ مبنای حقوقی بازار ثانوی اوراق استصناع
۶۸	..... ۳-۳-۸ استصناع و قانون عملیان بانکی بدون ربا
۷۰	..... ۳-۳-۹ شرایط لازم فقهی در اوراق استصناع
۷۰	..... ۳-۳-۱۰ مراحل انتشار
۷۱	..... ۳-۳-۱۱ نتیجه گیری

### فصل چهارم: بررسی اوراق بهادار مضاربه، مشارکت و مزابحه

۷۴	..... ۴-۱-۱ صکوک مضاربه
۷۴	..... ۴-۱-۱-۱ تعریف اوراق مضاربه
۷۵	..... ۴-۱-۲ اوراق مضاربه
۷۵	..... ۴-۱-۳ قلمرو اوراق مضاربه
۷۵	..... ۴-۱-۴ ماهیت اوراق مضاربه
۷۶	..... ۴-۱-۵ انواع اوراق مضاربه
۷۷	..... ۴-۱-۶ بازار ثانوی اوراق مضاربه
۷۷	..... ۴-۱-۷ فقه اوراق مضاربه
۷۸	..... ۴-۱-۸ مفهوم اوراق مضاربه به لحاظ حقوقی
۷۸	..... ۴-۱-۹ ارکان اصلی قرارداد مضاربه
۸۰	..... ۴-۱-۱۰ احراز ارکان اصلی قرارداد مضاربه در انواع اوراق مضاربه
۸۲	..... ۴-۱-۱۱ بررسی احکام و آثار اصلی قرارداد مضاربه در اوراق مضاربه
۸۲	..... ۴-۱-۱۱-۱ جواز پیمان مضاربه
۸۳	..... ۴-۱-۱۱-۲ تعیین نوع تجارت
۸۳	..... ۴-۱-۱۱-۳ انعقاد مضاربه مجدد
۸۴	..... ۴-۱-۱۱-۴ انحلال اوراق مضاربه
۸۶	..... ۴-۱-۱۲ ویژگیهای اصلی
۸۸	..... ۴-۱-۱۳ مراحل انتشار
۸۹	..... ۴-۱-۱۴ نتیجه گیری



- ۲-۴ صکوک مشارکت ..... ۸۹
- ۱-۲-۴ تاریخچه اوراق مشارکت در ایران ..... ۸۹
- ۲-۲-۴ سیر تدوین قانون اوراق مشارکت ..... ۹۰
- ۳-۲-۴ اهداف انتشار اوراق مشارکت ..... ۹۰
- ۴-۲-۴ تعریف اوراق مشارکت ..... ۹۱
- ۵-۲-۴ ارکان اوراق مشارکت ..... ۹۱
- ۶-۲-۴ ویژگی های اوراق مشارکت ..... ۹۳
- ۷-۲-۴ اشکالات عملکرد اوراق مشارکت ..... ۹۶
- ۸-۲-۴ مباحث فقهی اوراق مشارکت ..... ۹۷
- ۹-۲-۴ ماهیت فقهی اوراق مشارکت ..... ۹۸
- ۱۰-۲-۴ روابط حقوقی عناصر اوراق مشارکت ..... ۹۸
- ۱۱-۲-۴ اوراق مشارکت بانک مرکزی ..... ۱۰۰
- ۱۲-۲-۴ مراحل انتشار ..... ۱۰۰
- ۱۳-۲-۴ نتیجه گیری ..... ۱۰۱
- ۳-۴ صکوک مرابحه ..... ۱۰۱
- ۱-۳-۴ تعریف اوراق مرابحه ..... ۱۰۲
- ۲-۳-۴ ارکان اوراق مرابحه ..... ۱۰۲
- ۳-۳-۴ انواع اوراق مرابحه ..... ۱۰۳
- ۱-۳-۳-۴ اوراق مرابحه تأمین مالی ..... ۱۰۳
- ۱-۱-۳-۳-۴ روابط حقوقی اوراق مرابحه تأمین مالی ..... ۱۰۴
- ۲-۳-۳-۴ اوراق مرابحه تأمین نقدینگی ..... ۱۰۴
- ۳-۳-۳-۴ اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت های تجاری ..... ۱۰۵
- ۱-۳-۳-۳-۴ روابط حقوقی مرابحه شرکت های تجاری ..... ۱۰۶
- ۴-۳-۳-۴ اوراق مرابحه رهنی ..... ۱۰۶
- ۱-۴-۳-۳-۴ روابط حقوقی اوراق مرابحه رهنی ..... ۱۰۷
- ۴-۳-۴ بازار ثانوی اوراق مرابحه ..... ۱۰۷
- ۵-۳-۴ فقه اوراق مرابحه ..... ۱۰۸
- ۶-۳-۴ مراحل انتشار ..... ۱۰۹
- ۷-۳-۴ نتیجه گیری ..... ۱۱۰

## فصل پنجم: ریسک اوراق صکوک

- ۱-۵ تعریف ریسک ..... ۱۱۲
- ۲-۵ مدیریت ریسک اوراق قرض الحسنه ..... ۱۱۲
- ۳-۵ قراردادهای اسلامی مشارکت در ریسک (مضاربه و مشارکت) ..... ۱۱۳
- ۴-۵ ریسک های نهفته در ساختارهای صکوک ..... ۱۱۶
- ۱-۴-۵ ریسک های بازار ..... ۱۱۶
- ۲-۴-۵ ریسک نرخ بهره (ریسک نرخ بازده) ..... ۱۱۶
- ۳-۴-۵ ریسک های نرخ ارز ..... ۱۱۷
- ۴-۴-۵ ریسک اعتباری و ریسک طرف مقابل قرارداد ..... ۱۱۸
- ۵-۴-۵ ریسک های عملیاتی ..... ۱۱۸
- ۶-۴-۵ انعطاف ناپذیری نهادی ..... ۱۲۰
- ۷-۴-۵ ریسک نقدینگی ..... ۱۲۰
- ۵-۵ مدیریت ریسک های مالی ساختارهای صکوک ..... ۱۲۱
- ۱-۵-۵ تبدیل به اوراق بهادار کردن ..... ۱۲۱
- ۲-۵-۵ نقدشوندگی و بازارهای ثانویه ..... ۱۲۲
- ۶-۵ نتیجه گیری ..... ۱۲۳

## فصل ششم: جمع بندی، نتیجه گیری و پیشنهادات

- ۱-۶ جمع بندی ..... ۱۲۵
- ۲-۶ نتیجه گیری ..... ۱۲۸
- ۳-۶ پیشنهادات ..... ۱۲۹
- منابع و مآخذ ..... ۱۳۲

## فهرست جدول ها و شکل ها

عنوان	صفحه
جدول (۱-۲) مقایسه اوراق ربوی و اسلامی .....	۲۱
شکل (۱-۲) ساختار تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار .....	۲۷
شکل (۱-۳) ساختار کلی طراحی و انتشار صکوک اجاره .....	۵۳
شکل (۲-۳) ساختار صکوک استصناع .....	۷۱
شکل (۱-۴) ساختار صکوک مضاربه .....	۸۸
شکل (۲-۴) ساختار صکوک مرابحه .....	۱۰۹

# فصل اول

## کلیات تحقیق

## فصل اول: کلیات تحقیق

### ۱-۱ بیان مسئله:

صکوک جمع واژه صک به معنای چک، سفته، حواله و به طور کلی هر ورقه ای که بیانگر تعهد باشد اما صکوک در اصطلاح اوراق بهاداری است که با ارزش اسمی یکسان، بیانگر تعهد پرداخت مبلغی توسط خریدار به ناشر می باشد و دارنده اوراق مالک دارایی های موجود می باشد. به طور کلی سه نوع دسته بندی در مورد صکوک داریم: ۱. اوراق بهادار اسلامی غیر انتفاعی که شامل قرض الحسنه و وقف میشود ۲. اوراق بهادار اسلامی با بازدهی ثابت که شامل مرابحه، استصناع، اجاره و جعاله می باشد ۳. اوراق بهادار اسلامی با بازدهی انتظاری که شامل اوراق مشارکت، مزارعه، مضاربه و مساقات است.

منظور از ماهیت در عنوان پایان نامه به این معنا نیست که آیا این اوراق عقد هستند یا ایقاع، بلکه به این معنی است که از آغاز انتشار این اوراق چه مراحل را باید طی کرد تا دارندگان این اوراق به سود مورد نظرشان دست یابند همچنین باید دید در این میان چه رابطه های حقوقی در روند فرایند انتشار از قبیل وکالت، بیع و... وجود دارد. ضمناً باید متذکر شد اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بر خلاف اوراق قرضه از ماهیت ربوی برخوردار نیست و سعی شده است اوراق صکوک در مسیر بانکداری اسلامی حرکت کند. اینجانب به خاطر گستردگی مطالب و اوراق بهادار فقط ابزارهای مالی اسلامی رایج از قبیل اوراق قرض الحسنه، اوراق اجاره، اوراق استصناع، اوراق مرابحه، اوراق مشارکت و اوراق مضاربه را مورد بحث و بررسی قرار می دهم.

### ۱-۲ اهمیت و ضرورت تحقیق:

اخیراً موضوع تأمین مالی اسلامی در فضای بین المللی، اهمیت بسیار بالایی یافته و نهادها و ابزارهای مالی اسلامی متنوعی ابداع و به کار گرفته شده است. بر این اساس، می توان ادعا کرد که در حال حاضر، تأمین مالی اسلامی به صورت یکی از جلوه های بارز از رقیبان اصلی تأمین مالی سنتی در فضای بین الملل مورد توجه قرار دارد.

در حال حاضر، نظام بانکداری بدون ربا در اجرا با محدودیت هایی همراه بوده که گاهی باعث عدم قابلیت بهره برداری از ابزارهای مربوطه یا دور شدن از هدف های اصلی نظام بانکداری اسلامی می شود. این امر باعث شد تا اندیشه وران این نظام، ابزارهای جدید تأمین مالی اسلامی را که پاسخگوی نیازهای موجود در چارچوب بانکداری اسلامی باشند، طراحی و ارائه کنند. صکوک، به عنوان یکی از ساختارهای تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار از جمله مهم ترین ابزارهای تأمین مالی ساختاریافته در نظام بانکداری اسلامی است که بر مبنای عقود بانکداری اسلامی طراحی شده و به علت تفاوت در ماهیت و اوصاف عقود، توجه متقاضیان با سلیقه ها و درجه ریسک پذیری گوناگونی را در بازارهای مالی به خود معطوف کرده است. در این میان، صکوک مشارکتی، به علت توجه به مقوله مشارکت و توزیع عادلانه ریسک و انتفاع متناسب با آن، ضمن احراز مزیت های ابزارهای نظام بانکداری متعارف، واجد کارایی و جذابیت بیشتری است.

امروزه به خاطر عدم وجود ربا در اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بر خلاف اوراق قرضه، این اوراق از رشد چشمگیری در کشورهایی که جمعیت آن ها را مسلمانان تشکیل می دهد حتی در سطح جهان کشورهایی که مسلمان نیستند به دلیل آگاهی از این موضوع و مشروعیت صکوک و جذب منابع مسلمانان دست به انتشار این قبیل اوراق جهت احداث پروژه ها، کارخانه های صنعتی و ... جهت رسیدن به منافع خود می زنند، هم چنین این اوراق به خاطر کنترل نقدینگی، سهم به سزایی در مدیریت بازارهای مالی داشته است. بنابراین، این موضوع از ضرورت زیادی برخوردار است. بررسی صکوک هم اهمیت نظری دارد و هم اهمیت کاربردی. اهمیت نظری شامل دانشجویان و افرادی که علاقه به موضوعات تجاری و بورسی دارند و اهمیت کاربردی هم برای استفاده از کارگزاران بورس و سایر افرادی که به هر دلیلی مطالعه آن مربوط به کارشان می شود، به همین دلیل سعی شده است تا ابعاد حقوقی و فقهی آن مورد بررسی قرار بگیرد.

### ۱-۳ هدف از این موضوع:

این تحقیق از میان انواع متنوع ابزارهای مالی و اوراق بهادار به بررسی آن گروه که به هدف تامین منابع مالی برای تشکیل سرمایه منتشر می شوند می پردازد و از آن میان بیش تر به بررسی ابزارهای جدید مالی مانند اوراق قرض الحسنه، اجاره، استصناع، مضاربه، مشارکت و مرابحه می پردازد و در بررسی این ابزارها نیز به دنبال توضیح مباحث موضوع شناسی، تشریح عملکرد و تبیین احکام فقهی است. به طور کلی هدف از این پایان نامه، جمع آوری ادبیات موضوع، بررسی کردن آن ها و برطرف کردن ابهامات موجود در آن می باشد.

### ۱-۴ سوالات تحقیق و فرضیه ها:

#### سوالات:

۱. آیا اوراق بهادار اسلامی (صکوک) همانند اوراق قرضه ماهیت ربوی دارند؟
۲. آیا اوراق بهادار اسلامی قابلیت نقد شوندگی در بازار ثانویه را دارند؟
۳. اثر ریسک بر اوراق بهادار اسلامی چگونه است؟

#### فرضیه ها:

۱. بر خلاف اوراق قرضه، اوراق بهادار اسلامی ماهیت ربوی ندارند.
۲. به نظر می رسد غالب اوراق بهادار اسلامی قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارند.
۳. به نظر می رسد بتوان ریسک های موجود در صکوک را مدیریت کرد.

### ۱-۵ روش تحقیق:

روش گردآوری مطالب کتابخانه ای است و روش تحقیق توصیفی، تحلیلی و اسنادی است.

## ۱-۶ واژگان کلیدی و تعاریف آنها:

بورس:

سابقه ایجاد بورس های بزرگ امروزی را باید در بازارهای قرون وسطی جستجو کرد که در آن زمان بازرگانان در مکان های مخصوصی مثل زیارتگاه ها و بنادر دور هم جمع می شدند و به دادوستد کالا، بروات و اوراق تجاری می پرداختند. به تدریج که اجتماع بازرگانان صورت منظمی به خود گرفت این میداین محل تجمع به «بورس» مشهور شد. بنابراین بورس یک بازار خرید و فروش دائمی است که در آن کالا، ارز و اوراق بهادار مبادله می شود.<sup>۱</sup>

اوراق بهادار:

اوراق بهادار که از آن به ابزار مالی، دارایی مالی و دارایی نامشهود نیز تعبیر می شود، ورقه با ارزش و قابل مبادله ای است که به جهت اعتبار دولت یا سندیت از یک دارایی مشهود ارزش مبادلی پیدا کرده است. مشهورترین اوراق بهادار، پول رایج کشورها، چک های مسافرتی، چک های بانکی، اوراق قرضه و اسناد خزانه است.<sup>۲</sup>

بورس اوراق بهادار:

بورس اوراق بهادار یک بازار رسمی و دائمی است که در یک محل معین تشکیل می شود و در آن ابزارهای مالی و اوراق بهادار مورد معامله قرار می گیرد.<sup>۳</sup> وجود بازار فعال بورس، قیمت بازارها و اوراق بهادار را عادلانه تر کرده، سرعت معاملات را بالا می برد و کمک زیادی به فرآیند تشکیل سرمایه و سرمایه گذاری می کند.<sup>۴</sup>

اوراق قرضه:

ورقه قرضه، ورقه بهادار قابل معامله ای است که معرف مبلغی وام با بهره می باشد که کلا یا جزیا در موعد یا مواعد تعیین شده باید توسط ناشر به دارنده اش مسترد گردد؛ ممکن است ورقه قرضه علاوه بر بهره حقوق دیگری نیز به همراه داشته باشد.<sup>۵</sup>

اوراق بهادار اسلامی (صکوک):

در حال حاضر اصطلاح صکوک به معنی داشتن حق ادعا در چیزی به کار می رود، مثل یک سند یا گواهی نامه و یا یک سند همکاری مشترک. البته با این تفاوت که این حق ادعا صرفا حق مطالبه در یک جریان نقدی نیست بلکه نوعی حق ادعای مالکیت به شمار می رود. صکک در حقیقت نشان دهنده داشتن منافع نسبی یا

۱. آرمان، بهمن و صالحی تبار، بررسی عملکرد بورس تهران و مقایسه آن با بورس های جهان، ص ۵۱.

۲. گلریز، حسن، بورس اوراق بهادار، ص ۳۶.

۳. همان، ص ۲۷.

۴. نمازی، محمد و شوشتریان، بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران، ص ۱۱۰.

۵. گلریز، حسن، بورس اوراق بهادار، ص ۳۷ (عرفانی، محمود، حقوق تجارت، جلد ۲، ص ۷۹).

تقسیم نشده در یک دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها است. این منافع از جمله آن دسته حقوقی است که نشان دهنده حقی در نسبت مشخصی از یک جریان نقدی یا ریسک و بازده ناشی از مالکیت است. از اینرو همانطور که در تعریف رسمی یکی از مجامع بین المللی حقوقی هم آمده است، صکوک عبارتست از داشتن حقوق در دارایی های مشخص که شامل درجه ای از مالکیت دارایی می باشد. نکته ای که از مجموع قوانین شریعت در حوزه صکوک به دست می آید آن است که در حقیقت صکوک نوعی اوراق بهادار مبتنی بر دارایی است. وقتی ما در مسئله صکوک اصطلاح مبتنی بر دارایی را به کار می بریم بر این نکته تأکید می کنیم که در شریعت اسلام یک سند بهادار با مالکیت با یک دارایی مرتبط است. باید توجه داشت در مجموعه قواعد فقهی که محدودیت ها و ضوابط دقیقی را در مسئله تقسیم منافع مالکیت یا انتقال حق مالکیت کالا وضع کرده است به نظر می رسد صکک به منزله نوعی مالکیت سودآور یا به دست آوردن درصد مشخصی در مالکیت دارایی است که توانسته به نوعی از زیر بار این قوانین و ضوابط شدید خود را خارج کند.<sup>۱</sup>

اوراق قرض الحسنه:

اوراق قرض الحسنه اوراق بهاداری است که بر اساس قرار داد قرض بدون بهره منتشر می شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آن ها به دارندگان اوراق بدهکار است و بایستی در سر رسید معین یا عندالمطالبه به آنان بپردازد.<sup>۲</sup>

اوراق اجاره:

صکوک اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف کننده یا بانی واگذار می شود.<sup>۳</sup>

اوراق استصناع:

صکوک استصناع، اسناد و گواهی های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می شوند که تحت تملک دارنده صکوک می باشد.<sup>۴</sup>

اوراق مضاربه:

اوراق مضاربه اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد مضاربه طراحی شده است. ناشر اوراق با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع آوری کرده، در فعالیت اقتصادی بازرگانی به کار می گیرد و در پایان سود حاصله را بین خود و سرمایه گذاران تقسیم می کند.<sup>۵</sup>

۱. آدامز، نظیف جی و توماس، صکوک: الگوهای ساختار بندی، انتشار و سرمایه گذاری، ص ۱۰۲-۱۱۲.

۲. موسویان، عباس، ابزارهای مالی اسلامی، ص ۳۴۸.

۳. همان، ص ۳۶۵.

۴. همان، ص ۳۸۵.

۵. همان، ص ۴۴۳-۴۴۴.



اوراق مشارکت:

اوراق مشارکت سندی است گویای مالکیت دارنده آن، نسبت به بعضی از یک دارایی حقیقی که متعلق به دولت، شرکت های تعاونی یا خصوصی است و تا سررسید اوراق، هر نوع تغییر قیمت دارایی متوجه صاحب اوراق مشارکت است.<sup>۱</sup>

اوراق مرابحه:

اوراق مرابحه، اوراق بهاداری است 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 فروش در بازار ثانوی می باشد.<sup>۲</sup>

ریسک:

ریسک در اصطلاح عبارت است از امکان تفاوت بازده از مقدار مورد انتظار. در مورد سرمایه گذاری هم، ریسک یعنی احتمال اینکه بازده واقعی (برحسب ریال یا درصد) از بازده مورد انتظار متفاوت شود. تغییر، مهمترین عامل ایجاد ریسک است و از آنجا که تغییر همیشه وجود دارد و نیز دامنه آن روز به روز گسترش می یابد، پس ریسک نیز همواره وجود دارد و بلکه روز به روز بر اهمیت آن نیز افزوده می شود. البته در برخی مواقع ریسک را به صورت تغییر نامطلوب در بازدهی تحقق یافته تعریف می کنند. به عبارت دیگر تنها تغییرات رو به پایین بازدهی، ریسک تلقی می شود.<sup>۳</sup>

## ۱-۷ پیشینه تحقیق:

دکتر سید عباس موسویان (۱۳۸۶) در کتاب ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای مالی اسلامی پرداخته اند ایشان پس از بیان مبانی نظری ابزارهای مالی اسلامی، به تبیین ماهیت این اوراق و کارکردهای مختلف آن در بخش های گوناگون پرداخته اند.

مجتبی کاوند (۱۳۸۹) در کتاب گفتارهایی درباره اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، به بررسی اوراق بهادار اسلامی با تاکید بر مدل های عملیاتی مبتنی بر فقه امامیه پرداخته است. این کتاب مجموعه مقالاتی است در زمینه برخی از ابزارهای اسلامی که به دلیل داشتن برخی ویژگی های خاص از سایر آثاری که در این زمینه تالیف یا ترجمه شده اند متمایز است:

در مقالات این مجموعه، مدل های عملیاتی انواع اوراق بهادار اسلامی و برخی ملاحظات دیگر این اوراق مانند مدیریت ریسک ارائه شده است.

<sup>۱</sup>. همان، ص ۴۱۲.

<sup>۲</sup>. پژوهشکده پولی و بانکی، صکوک، ص ۸.

<sup>۳</sup>. سروش، ابوزر و صادقی، مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره، ص ۱۶۲.

هم چنین، مدل های عملیاتی مربوط به انواع اوراق بهادار اسلامی بر اساس مبانی فقه امامیه طراحی شده است. در این مجموعه مقالات، از نویسندگان متعددی استفاده شده است و این باعث تنوع در دیدگاه ها و قوت مجموعه شده است.

کتاب «صکوک، الگوهای ساختاربندی، انتشار و سرمایه گذاری»، که توسط استاد نظیف جی آدامز و عبدالقادر توماس (۱۳۸۸) از اساتید مسلط و آشنا به مباحث مالی تألیف و توسط مترجمین ارجمند آقایان مجید پیره و دکتر ناصر شهباز ترجمه شده توانسته انواع صکوک و ابعاد مختلف آنها را به زیبایی ترسیم کرده و می تواند اثر قابل استفاده ای برای محافل علمی و سیاست گذاری باشد. این کتاب به تبیین زوایای مختلف صکوک، از جنبه های نظری و الگوهای عملیاتی پرداخته است. مطالب این کتاب با رویکرد تشریح مفاهیم نوشته شده است. انتظار می رود تا راهکارهای لازم برای انتشار صکوک به منظور تامین مالی ارائه شده باشد و نیز آن دسته از افرادی که قصد سرمایه گذاری در این اوراق را دارند بتوانند راهنمایی های لازم را دریافت کنند.

همچنین متخصصین مالی با مطالعه کتاب قادر خواهند شد تا مبانی ساختاری صکوک را استخراج کرده و از این اوراق در جهت مدیریت دارایی ها و بدهی ها استفاده کنند.

سید روح الله احمدی حاجی آبادی (۱۳۸۶) در مقاله خود با نام «بررسی فقهی نظری اوراق بهادار اسلامی» به تبیین بحث تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار پرداخته و پس از تعریف و تحلیل آن، اوراق بهادار اسلامی را با اوراق قرضه ربوی مقایسه کرده و شباهت ها و تفاوت های آن را مورد نقد و بررسی قرار داده است. همچنین در انتهای مقاله خود از دو ابزار مالی جدید که عبارتند از اوراق بهادار اجاره و مرابحه، سخن به میان آورده است.

دکتر علی حسن زاده و مسعود فوز مسلمیان در مقاله «ارزیابی عملکرد بازار اوراق اسلامی صکوک در خلال بحران مالی جهانی» به بررسی وضعیت صکوک در بعضی از کشورهای جهان پرداخته است به طور مثال آمده است که کشورهای کویت و عربستان سعودی به ترتیب بیشترین میزان کاهش صکوک منتشر شده را به خود اختصاص داده اند. همچنین بیان شده است که اوراق اجاره به خاطر اثبات بازده سودی، بیشترین محبوبیت را بین کشورهای منتشرکننده دارد.

علی ارسلان طریق و همایون دار در مقاله «ریسک ساختارهای صکوک: اشاراتی در باب تجهیز منابع» به بررسی سیر تکاملی بازار در حال گسترش صکوک (اوراق بهادار اسلامی با پشتوانه دارایی) در کشورهای دارای اقتصاد نوظهور پرداخته و در ادامه انواع صکوک، نقدشوندگی، وضعیت اعتباری و ریسک بازاری آنها را مورد بحث قرار می دهد. هم چنین سعی بر این شده است که ریسک های پیش روی دارایی های مالی و نقش آنها در تجهیز منابع و گسترش بازارهای بدهی در کشورهای نوظهور و در حال توسعه مورد بحث و بررسی قرار گیرد.

## ۱-۸ مبانی نظری

چارچوب اصلی یک نظام مالی اسلامی را مجموعه‌ی منتخبی از قوانین و مقررات تشکیل می‌دهد که مرجع آن شریعت است و جنبه‌های اقتصادی، سیاسی و فرهنگی جوامع اسلامی را اداره می‌کند. شریعت ریشه در قوانینی دارد که به واسطه قرآن و تعلیمات آن و سنت پیامبر(ص) ابلاغ شده است. جزییات بیشتر قوانین هم از سوی علمای فقه و بر اساس چارچوب کتاب قرآن و سنت ارائه شده است.<sup>۱</sup>

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:

### اصول کلی حاکم بر بازارهای مالی اسلامی

۱- اصل نخست: 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 چشم‌پوشی می‌کنیم.

۲- اصل دوم: مشارکت در سود و زیان می‌باشد بدین معنا که هر دو طرف شرکت‌کننده در فرآیند انجام یک عملیات سرمایه‌گذاری بایستی هم در ریسک‌ها و خطرات و هم در سودها و مزایای عملیات به نسبت آورده نقدی خود سهم 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"<sup>۲</sup> و روایت مشهور از پیامبر اکرم «صل الله علیه و آله و سلم» که آمده است "نهی النبی عن الغرر"<sup>۳</sup>

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

<sup>۱</sup> . اسماعیلی گیوی، حمیدرضا، تأمین مالی اسلامی، ابزارها، بازار و چالشهای فقهی، ص ۱۵-۱۶.

<sup>۲</sup> . الطوسی، محمد بن الحسن، التبیان فی تفسیر القرآن، جلد ۲، ص ۱۳۸.

<sup>۳</sup> . حر عاملی، وسائل الشیعه، جلد ۱۷، ص ۴۴۸.

ترکیب شود تبدیل به سرمایه بالفعل می شود مثلا در مضاربه پول با یک عامل تولید به نام کار ترکیب و تبدیل به سرمایه بالفعل می شود.

۵- اصل پنجم: ممنوعیت عملیات بورس بازی می باشد. بورس بازی در اصطلاح، به خطر انداختن کالا یا سرمایه در مواجهه با یک عدم اطمینان است که معمولا تصمیم گیری در شرایط حدس و گمان را در بر می گیرد. لذا بورس بازی نوعی فعالیت اقتصادی می باشد که با هدف دستیابی به سود از طریق پیش بینی تغییرات قیمت انجام می گیرد.

۶- اصل ششم: اصل ایفای تعهدات می باشد که از جمله مهمترین دلایل آن می توان به آیه "أوفوا بالعقود" (سوره مائده، آیه ۱) و حدیث پیامبر اکرم (صلی الله علیه و آله و سلم) که می فرمایند: "المؤمنون عند شروطهم."

۷- اصل هفتم: ممنوعیت از انجام فعالیت های نامشروع می باشد. در واقع اسلام از اینکه مسلمانان جریانات نقدی خود را صرف انجام عملیات سرمایه گذاری مربوط به فعالیت های نامشروع کنند، نهی می کند.<sup>۱</sup> به نظر می رسد دلیل این که در اوراق بهادار اسلامی ربا وجود ندارد این است که هیچ کدام از آن ها بر اساس قرارداد قرض با بهره طراحی نشده اند چون ربا در صورتی وجود دارد که اولاً قرارداد قرضی در میان باشد ثانیاً شرط زیاده هم شده باشد.<sup>۲</sup>

## ۱-۹ مشکلات تحقیق

مهمترین مشکل این تحقیق کمبود منابع در دسترس جهت مطالعه برای این تحقیق می باشد. علت اصلی آن هم جدید بودن موضوع و پیچیده بودن آن است. زیرا که صکوک حیطة گسترده ای دارد و به بخش ها و شاخه های مختلفی هم مرتبط می شود از این رو تحقیق و بررسی در این مبحث وقت و زمان زیادی را می طلبد. بیشتر کتاب هایی هم که بنده در این زمینه فراهم کرده ام چاپ اول است و این خود کمبود و فقر منبع رسمی را به طور شفاف می رساند در خود سازمان بورس و اوراق بهادار هم که مراجعه بکنیم بیشتر می توانیم مقاله به صورت پی دی اف به دست آورد. کمتر کسی هم پیدا می شود که از مفهوم صکوک و آشنایی با آن خبردار باشد حتی کسانی که در بورس مشغول به فعالیت هستند و این فقط و فقط به خاطر نوپا بودن و جدید بودن موضوع است. امید است که در آینده با دقت نظر و مطالعات بیشتر در این زمینه و اطلاع رسانی بهتر، امکان تحقیق و تفحص آسان تر شود.

<sup>۱</sup> . احمدی حاجی آبادی، روح الله، بررسی فقهی نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، ص ۹۹-۱۰۰.

<sup>۲</sup> . عیوض لو، حسین و بکی حسکویی، مبانی فقهی-اقتصادی، بانکداری و تأمین مالی اسلامی، ص ۱۲۷.