



دانشگاه خوارزمی تهران

دانشکده ادبیات و علوم انسانی

گروه حقوق

پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد در رشته حقوق خصوصی

عنوان:

تحلیل حقوقی و کارکردهای صکوک اجاره (ابزار مالی جدید)

در بازار سرمایه اسلامی

استاد راهنما:

دکتر مهدی عباسی سرمدی

استاد مشاور:

دکتر محمد روشن

دانشجو:

ریحانه صالح پور

شهریور ۱۳۹۲

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



تاریخ: .....  
شماره: .....  
پیوست: .....  
واحد: .....

### بسمه تعالی صورت جلسه دفاع از پایان نامه

با یاری خدای متعال جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد خانم ریحانه صالح پور در رشته: حقوق خصوصی تحت عنوان: تحلیل حقوقی و کارکردهای صکوک اجاره (ایزار مالی جدید) در بازار سرمایه اسلامی با حضور هیات داوران در ساعت ۱۲ ظهر مورخ ۹۲/۷/۱۵ در دانشگاه خوارزمی تشکیل شد. پس از ایراد خطابه دانشجو و پاسخگویی به سوال های حاضران، هیات داوران با توجه به کیفیت و کمیت تحقیق و نحوه ارائه کتبی و شفاهی، پایان نامه نامبرده را با نمره ۱۹/۷ و با درجه عالی پذیرفت.

۱- استاد راهنما: آقای دکتر مهدی عباسی سرمدی  
۲- استاد مشاور: آقای دکتر محمد روشن

استادان داور:

۳- داور خارجی: آقای دکتر محمد جعفری مجد  
رئیس دانشکده ادبیات و علوم انسانی  
مدیر گروه آموزشی



کرج: خیابان شهید بهشتی، میدان دانشگاه، دانشگاه تربیت معلم، کدپستی ۳۷۵۵۱ - ۳۱۹۷۹ - تلفن ۵۷۹۶۰۰

## تقدیم به:

پدر عزیزم که با تلاش بی وقفه و کوشش مستمر خود، سخت کوشی را به من آموخت،  
وجود کرانه‌های مادر مهربان و فداکارم که انسانیت را به من آموخت و با لطافت عاطفه‌اش مشتاقم نموده، و  
همه‌ی کسانی که اندوخته‌های خود را در راه حکم به دیگران به کار خواهند گرفت.

## پاسگزاری:

در ابتدا جاداد از تمامی کسانی که از ابتدا انقبای زندگی را به من آموختند شکر و قدردانی کنم به ویژه معلمانی که از ابتدای تحصیل زحمات بسیاری برای من کشیده اند. سپاس می گزارم تمامی رنج های دلسوزانه ی اساتید گرام تقدیرم را علی الخصوص جناب آقای دکتر مهدی عباسی سرمدی که زحمت راهنمایی این پایان نامه را بر عهده داشتند و جناب آقای دکتر محمد روشن که مشاوره ی دلسوزانه در این پایان نامه بودند و همچنین از استاد محترم جناب آقای دکتر جعفری مجد که زحمت داوری این پایان نامه را بر عهده داشتند شکر و قدردانی می نمایم و در پایان از مسئولین محترم نهادهای ذیربط این پایان نامه علی الخصوص مسئولین محترم سازمان بورس و اوراق بهادار که در پیشبرد اهداف این پایان نامه مرایاری نمودند کمال تقدیر و شکر را دارم.

## فهرست مطالب

| عنوان   | صفحه |
|---|------|
| چکیده: .....  | ط    |
| مقدمه: .....  | ی    |
| <b>فصل اول: اوراق صکوک</b>  |      |
| مبحث اول: تعریف و تبیین ضرورت صدور صکوک .....                         | ۲    |
| گفتار اول: ضرورت صدور صکوک .....                                      | ۲    |
| بند اول: ممنوعیت ربا (بهره) .....                                     | ۴    |
| بند دوم: ممنوعیت غرر و پرهیز از سرمایه‌گذاری و خدمات غیر اخلاقی ..... | ۵    |
| گفتار دوم: شمای کلی از صکوک .....                                     | ۵    |
| بند اول: کارکردهای ابزارهای مالی اسلامی .....                         | ۸    |
| بند دوم: ویژگی‌های اوراق بهادار اسلامی ( صکوک ) .....                 | ۱۰   |
| مبحث دوم: انواع صکوک .....  | ۱۵   |
| گفتار اول: انواع تقسیم بندی صکوک .....                                | ۱۵   |
| بند اول: تقسیم بندی‌های متفاوت از صکوک .....                          | ۱۵   |
| بند دوم: تعریف انواعی از صکوک .....                                   | ۱۷   |
| <b>فصل دوم: صکوک اجاره</b>  |      |
| مبحث اول: ویژگی‌ها و تبیین مدل عملیاتی صکوک اجاره .....               | ۲۸   |
| گفتار اول: تعریف و ویژگی‌های اوراق اجاره .....                        | ۲۹   |
| بند اول: تعریف اوراق اجاره .....                                      | ۲۹   |
| بند دوم: ویژگی اوراق اجاره .....                                      | ۳۰   |
| گفتار دوم: ساختار و انواع صکوک اجاره .....                            | ۳۵   |
| بند اول: ساختار .....   | ۳۶   |

|    |   |
|----|---|
| ۴۲ | ..... بنددوم انواع اوراق اجاره:                 |
| ۴۹ | ..... مبحث دوم: روند و ارکان انتشار اوراق اجاره |
| ۵۰ | ..... گفتار اول: روند انتشار اوراق اجاره        |
| ۵۱ | ..... بند اول: جدایی بانوی و فروشنده            |
| ۵۳ | ..... بنددوم: اتحاد بانوی و فروشنده             |
| ۵۴ | ..... گفتاردوم: ارکان نشرو چرخه اوراق اجاره     |
| ۵۴ | ..... بند اول: ارکان انتشار اوراق اجاره         |

#### فصل سوم: کارکردهای صکوک اجاره

|    |   |
|----|---|
| ۶۸ | ..... مبحث اول: صکوک بانکی و پروژه‌های شهری           |
| ۶۸ | ..... گفتار اول: صکوک بانکی                           |
| ۶۸ | ..... بند اول: کارکرد و کاربرد اوراق اجاره            |
| ۷۰ | ..... بند دوم: حوزه تأمین مالی                        |
| ۷۴ | ..... گفتار دوم: بانک و تأمین مالی از طریق صکوک اجاره |
| ۷۶ | ..... بند اول: تأمین مالی بانک سامان                  |
| ۸۱ | ..... مبحث دوم: صکوک اجاره و کارکرد در حوزه شهری      |
| ۸۱ | ..... گفتار اول: گام‌های صکوک اجاره در رشد شهرها      |
| ۸۲ | ..... بند اول: تأمین مالی شهرداری                     |
| ۸۳ | ..... بند دوم: بهادارسازی دارایی شهرداری‌ها           |
| ۸۵ | ..... گفتار دوم: صکوک اجاره و توسعه زیر ساخت          |
| ۸۷ | ..... بند اول: توسعه راه‌ها و حمل و نقل               |
| ۸۹ | ..... بند دوم: صکوک اجاره و تأمین انرژی               |

فصل چهارم: اوراق اجاره در فراسوی مرزها ؛ روند و ظرفیت ها

- ۹۴ .....مبحث اول: تبیین روند اوراق اجاره در سایر کشورها
- ۹۵ .....گفتار اول: صکوک در جوامع اسلامی
- ۹۵ .....بند اول: صکوک در مالزی
- ۹۸ .....بند دوم: صکوک در بحرین و سایر کشورهای اسلامی:
- ۱۰۱ .....گفتار دوم: صکوک در کشورهای غیر اسلامی
- ۱۰۱ .....بند اول: صکوک در انگلستان
- ۱۰۴ .....بند دوم: صکوک در فرانسه و استرالیا
- ۱۰۷ .....مبحث دوم: ظرفیت‌های اوراق اجاره فراملی
- ۱۰۷ .....گفتار اول: سرمایه‌گذاری خارجی در صکوک
- ۱۰۷ .....بند اول: امکان حضور ارز خارجی
- ۱۰۹ .....بند دوم: امکان سرمایه‌گذاری خارجی بر صکوک اجاره
- ۱۱۱ .....گفتار دوم: راهکاری در سرمایه‌گذاری خارجی و توسعه توریست
- ۱۱۱ .....بند اول: سرمایه‌گذاری خارجی و توریسم
- ۱۱۳ .....بند دوم: پیشنهاد اوراق اجاره و بیع زمانی
- ۱۱۵ .....جمع بندی و نتیجه گیری:
- ۱۱۷ .....پیشنهادات:
- ۱۱۸ .....فهرست منابع:
- ۱۱۸ .....منابع فارسی:
- ۱۲۲ .....منابع لاتین:



## چکیده:

از جمله ابزارهای مالی که توسط کارشناسان مالی اسلامی پیشنهاد شده و در برخی کشورها نیز به اجرا در آمده است اوراق اجاره می‌باشد. این اوراق علاوه بر امکان تأمین مالی بنگاههای تولیدی و خدماتی ابعاد و ظرفیتهای فراوانی دارد و قابلیت خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه باعث کارآمدتر شدن بیش از پیش آن شده است.

صکوک اجاره از سهام، اوراق قرضه و اوراق مشارکت متفاوت بوده و انواع متعددی می‌تواند داشته باشد که برای سرمایه گذاران و موسسات تولیدی فرصتهای متنوعی ایجاد می‌کند و با انگیزه‌های متفاوت صاحبان پس انداز و نیازهای گوناگون موسسات تولیدی امکان سازگاری دارد. در پژوهش حاضر به صورت توصیفی تحلیلی به بیان ویژگی‌ها و کارکردهای متنوع این ابزار مالی جدید پرداخته‌ایم تا دریابیم که تا چه حد از توان و ظرفیتهای صکوک اجاره تا کنون استفاده شده است.

واژگان کلیدی: صکوک، اوراق اجاره، نهاد واسطه، تأمین مالی.

## مقدمه:

طی سالهای اخیر، رشد فزاینده حجم معاملات و فعالیت‌های کسب و کار مسلمانان، ضرورت ایجاد روشی برای تأمین منابع مالی منطبق با احکام اسلام را تشدید کرده است. در سیستم مالی رایج دنیا به اوراق قرضه بهره تعلق می‌گیرد. این بهره در شریعت اسلام، تحت عنوان ربا، حرام و غیر شرعی است. بیشترین خطری که دارندگان اوراق قرضه رایج فعلی را تهدید می‌کند، مسئله عدم پرداخت وجوه در موعد سررسید است. در این راستا، ریسک اوراق قرضه فعلی غالباً توسط موسسات تخصصی ارزیابی شده و خریدار اوراق در برآورد ریسک این اوراق تقریباً هیچ نقشی ندارد.<sup>۱</sup>

صکوک نیز یکی دیگر از ابزارهایی است که طی چند سال اخیر طراحی و توسط شرکتها و دولتهای اسلامی منتشر شده است. صکوک سند مالکیت مشاع از یک دارایی و یا مجموعه‌ای از دارایی هاست بطوریکه منافع حاصل از آن دارایی یا دارایی‌ها به دارنده ورقه صکوک تعلق می‌گیرد. در واقع شرکتها دارایی‌های خود را از طریق انتشار صکوک به اوراق بهادار تبدیل کرده و با فروش صکوک به سرمایه گذاران، نقدینگی به دست می‌آورند. به طور کلی می‌توان گفت انتشار صکوک در بعد کاربردی نتیجه دو عامل است. عامل اول گسترش ادبیات مالی اسلامی در سالهای اخیر و عامل دوم نیز ابداع فرایند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است.<sup>۲</sup>

**۱- بیان مسأله:** سامان دهی اقتصاد و تبیین امور حقوقی مسائل نوین اقتصادی از جمله موضوعاتی خواهد بود که در فرآیندی بین رشته‌ای با علوم اقتصادی، مشمول این حوزه علمی قرار می‌گیرد. بر این اساس، تعامل حقوق و اقتصاد از اهمیت ویژه‌ای برخوردار خواهد بود. یکی از مباحث اقتصادی حقوق، مباحث مربوط به نهادهای مالی و تأمین مالی بنگاهها از طریق ابزارهای مالی نوین می‌باشد. با رونق صنعت مالیه و بانکداری اسلامی در سه دهه اخیر، ارتباط ساختاری، سازمانی و نهادی جوامع و کشورهای اسلامی با دنیای اقتصادی غرب روز به روز توسعه یافته است. بدین منظور نوآوری‌های مالی اقتصاد مدرن و چگونگی و امکان بهره‌برداری از آنها در نظام مالی اسلامی، همواره پیش روی اندیشمندان مسلمان بوده و مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

---

۱-آدام، نظیف جی، توماس، عبدالقادر، « صکوک الگوهای ساختار بندی، انتشار و سرمایه گذاری»، شاهباز، ناصر، پیره، مجید(مترجمان)، چاپ اول،

تهران: دانشگاه امام صادق و سازمان بورس و اوراق بهادار، صص ۲۱

ابزارهای نوین مالی که با هدف کاهش ریسک، افزایش سود آوری و افزایش سرعت نقدشوندگی طراحی می‌شوند از ابعاد حقوقی مختلفی قابل بحث هستند.

یکی از وجوه متمایز تجارت در عصر جدید از لحاظ وضعیت سرمایه، تشکیل بازار متشکل سرمایه است. به جهت تجمع پس اندازهای خرد و تشکیل سرمایه‌های بزرگ همزمان با حفظ نقدپذیری، ابزارهای مالی جدید متجلی می‌شوند. از جمله کارکردهای بازار سرمایه ایجاد ابزارهای مالی است. بازار سرمایه نسبت به بازار پول مناسبت بیشتری با مبانی حقوق اسلامی دارد. تا آنجا که حتی نگاه بانکداری اسلامی بیشتر بر روش‌های سرمایه‌گذاری در قالب قراردادهای اسلامی است و نه واسطه‌گری پول.

یکی از ابزارهای مالی (صکوک) که در بازار سرمایه اسلامی می‌تواند موجب تجمع پس اندازهای خرد برای تشکیل سرمایه جهت پروژه‌های بزرگ و نقدینگی مورد نیاز تولیدکنندگان، اوراق اجاره است. لذا با تبیین کارکردهای اوراق اجاره مدل صحیحی برای بازار سرمایه از تشکیل سرمایه و تأمین نقدینگی ارائه می‌دهیم.

علت انتخاب موضوع جدید بودن این ابزار مالی است. که با وجود چندین دوره انتشار آن، همچنان از تمامی ظرفیت‌های آن استفاده نمی‌شود. و صرفاً اوراق اجاره در ایران با دو روش منتشر شده است. این در حالی است که بازار صکوک در سایر کشورها بسیار فعال بوده و حتی در کشورهای نظیر مالزی شاهد انتشار صکوک بین‌المللی هستیم. و همچنین کشورهای غیر مسلمان نیز برای جمع آوری و استفاده از سرمایه‌ی جمعیت مسلمان اقدام به اصلاح قوانین خود و مطابقت آن با شریعت اسلام نموده‌اند. بنا بر این به نظر صحیح نمی‌رسد که کشورهای اسلامی خود را عقب کشیده و گامی در جهت توسعه بازارهای اسلامی بر ندارند.

یکی از طرق معمول در جهان برای جمع آوری سرمایه و پس اندازهای کوچک مردم، تشکیل موسسات تجاری به صورت شرکت‌های واسط است که اینگونه شرکتها برای رفع نیازهای مالی مبادرت به صدور اوراقی نظیر اوراق اجاره و سایر صکوک می‌نمایند.

با عنایت به اینکه ابزارهای مالی نقش اساسی در تأمین مالی دارند به نظر می‌رسد که با وجود تنوع این ابزارها در حقوق اسلامی، عملاً در تأمین مالی از تمام ظرفیت آنها استفاده نمی‌شود و این به علت ابهام در ماهیت این ابزارها و عدم وجود قوانین کامل در خصوص آنها می‌باشد.

**۲- پرسش پژوهش:** با بررسی نهاد مشابه در سایر کشورها و پیشنهاد انتشار انواع مختلفی از صکوک نگارنده در صدد ارائه طرحی نو در توسعه بازار اسلامی و جمع آوری سرمایه مطابق با شریعت اسلام می‌باشد. در این خصوص این سوال اصلی مطرح می‌شود که ضرورت و اهمیت

انتشار صکوک علی الخصوص صکوک اجاره در چیست و نحوه انتشار این اوراق به چه نحوی می‌باشد؟ و فرضیه‌ای که در پاسخ به این سوال محل بحث و بررسی است این است که صرف غیر ربوی بودن برای انتشار اوراق بهادار اسلامی کفایت نمی‌کند و افراد به دنبال کسب سود بیشتر و همچنین تضمین مناسبی برای سرمایه‌شان و نقد پذیری در بازارهای ثانویه می‌باشند و در راستای کسب سود مطمئن تمایل به سرمایه‌گذاری بین المللی نیز دارند.

در پی بررسی این موضوع باید به این سوالات فرعی که روند انتشار اوراق و چرخه حیات آن به چه نحو است. و این ابزار مالی جدید در توسعه شهرها و اقتصاد اسلامی چه نقشی دارد و آیا امکان انتشار بین المللی این اوراق در جهت جذب سرمایه گذار خارجی وجود دارد یا خیر پرداخت. از ضروریات بازار سرمایه اسلامی استفاده از ابزارهایی است که مطابق با اهداف بازار، امکان استفاده از حداکثر توان بازار را برای افراد درگیر در این بازار تأمین نماید. با توجه به عملکرد بازارهای موجود، ناکارآمدی بعضی از ابزارها در برخی جهات واضح است. لذا ضروری است که با تغییر عملکرد برخی از ابزارهای موجود و یا جایگزین کردن ابزارهای جدید به توسعه بازار کمک نماییم.

**۳- هدف تحقیق:** پر واضح است که جایگزینی ابزارهای اسلامی که به دور از ربا و سایر مسایل شرعی می‌باشند قطعاً نقش بهتری را در توسعه بازار ایفا خواهد نمود. بنابراین با توجه به اهمیت اوراق اجاره و کارکرد آن در بین ابزارهای اسلامی موجود اگر شرایط و ضوابط انتشار آن و تضمینات لازم برای دارندگان، مطابق با اهداف و سیاست گذارهای بازار به درستی تدوین شود در اعتلای بازار نقش خود را ایفا می‌کند. لذا با بررسی مراحل قانونی از انتشار تا پایان سررسید اوراق و مسایل حقوقی عارض در مدت، قطعاً راه کارهای کارآمدی را در جهت گسترش این دسته از ابزارهای مالی در راستای توسعه اقتصادی می‌توان ارائه داد.

**۴- روش تحقیق:** این کار پژوهشی با روش تحقیق تحلیلی- توصیفی می‌باشد تا شرایط موجود در رابطه با ابزارهای مالی توصیف کنیم و به تحلیل آنها بپردازیم و راهکارهایی برای کارآمدی این ابزارها ارائه دهیم. همچنین منابعی که در این تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است، بیشتر استفاده از منابع کتابخانه‌ای و اینترنتی است که پس از ترجمه و درک مطالب، در تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است.

**۵- محدودیت‌های تحقیق:** با توجه به تقریباً نو بودن موضوع در حقوق داخل، عدم دسترسی به منابع اصلی و دست اول در مورد مطالعه حقوق کشورهای دیگر مشکلاتی را در این زمینه می‌تواند ایجاد نماید.

**۶- پیشینه:** در خصوص صکوک چندین کتاب و مقاله وجود دارد که هر کدام با توضیحی اجمالی پیرامون صکوک گذری نیز بر صکوک اجاره و سایر انواع صکوک موجود می‌زنند. نگارنده چند پایان نامه نیز پیرامون این موضوع رویت نموده از جمله در دانشگاه قم پایان نامه‌ای با موضوع ماهیت و آثار حقوقی اوراق اجاره و در دانشگاه تهران، بررسی حقوقی (صکوک) اجاره دفاع شده است اما با توجه به جدید بودن موضوع و نیاز روزافزون تحلیل ابزارهای مالی جدید و کمک به رشد و توسعه آنها به نظر می‌رسد باز هم از جهت تبیین کارکردها نیاز به تحقیق و پژوهش احساس می‌شود. در کارهای انجام گرفته تا کنون بیشتر به بررسی فقهی و مطابقت قانونی اوراق پرداخته شده و می‌توان گفت به کارکردهای صکوک علی‌الخصوص صکوک اجاره در جهت استفاده از تمام ظرفیت‌های این اوراق پرداخته نشده است و با بیان مختصری از انواع صکوک و بررسی فقهی و تطبیق آن با عقود قانونی سعی در ترویج این ابزار مالی جدید شده است.

**۷- سازماندهی مطالب:** تحقیق پیش رو در چهار فصل به موضوع پرداخته است. که در فصل اول پیرامون دو مبحث ضرورت صدور صکوک و انواع صکوک می‌پردازیم. در فصل دوم حول محور صکوک اجاره از ویژگی‌ها تا روند و ارکان انتشار این اوراق بحث می‌کنیم و فصل سوم با موضوع کارکرد صکوک در حوزه بانکی و پروژه‌های شهری سعی در توسعه بازار این ابزار مالی دارد و در نهایت این کار را با فصل چهارم راجع به روند اوراق اجاره در فراسوی مرزهای کشورمان و امکان صدور اوراق اجاره فراملی و ظرفیت‌های بازار موجود در این راستا به پایان می‌رسانیم.

# فصل اول:

## اوراق صکوک

مبحث اول: تعریف و تبیین ضرورت صدور صکوک

گفتار اول: ضرورت صدور صکوک

بند اول: ممنوعیت ربا (بهره)

بند دوم: ممنوعیت غرر و پرهیز از سرمایه‌گذاری غیر اخلاقی.

گفتار دوم: شمای کلی از صکوک

بند اول: کارکردهای ابزارهای مالی اسلامی

بند دوم: ویژگی های اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

مبحث دوم: انواع صکوک

گفتار اول: انواع تقسیم بندی صکوک

بند اول: تقسیم بندی های متفاوت از صکوک

بند دوم: تعریف انواعی از صکوک

گفتار دوم: دارایی های واجد شرایط صکوک

## مبحث اول: تعریف و تبیین ضرورت صدور صکوک

صکوک یکی از ابزارهایی است که طی چند سال اخیر طراحی و توسط شرکتها و دولتهای اسلامی منتشر شده است. صکوک سند مالکیت مشاع بخشی از یک دارایی و یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها می‌باشد. بطوریکه منافع حاصل از آن دارایی یا دارایی‌ها به دارنده ورقه صکوک تعلق می‌گیرد. در واقع شرکتها دارایی‌های خود را از طریق انتشار صکوک به اوراق بهادار تبدیل کرده و با فروش صکوک به سرمایه‌گذاران، نقدینگی به دست می‌آورند. صکوک نوعی از ابزارهای مالی است که به نحو فزاینده‌ای پذیرفته شده و در سطح گسترده‌ای در صنعت مالیه اسلامی در حال انتشار است.<sup>۱</sup>

انتشار صکوک در بعد کاربردی نتیجه دو عامل است: عامل اول؛ گسترش ادبیات مالی اسلامی در سالهای اخیر و عامل دوم نیز ابداع فرایند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار<sup>۲</sup> است. در اقتصادهای پیشرو، بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری‌های مالی، نقش قابل ملاحظه‌ای در جمع‌آوری و هدایت نقدینگی کشورها، به عهده دارند؛ همان هدفی که در ورای تأسیس بازارها و نهادهای مالی وجود داشته است. به این منظور، محققان و دست‌اندرکاران اقتصادی همواره کوشیده‌اند تا نهادها و ابزارهای جدید را برای جذب هرچه بیشتر منابع نقدینگی و هدایت آنها به سمت سرمایه‌گذاری‌های صحیح، به عموم سرمایه‌گذاران معرفی کنند. بدین منظور ابزارهای متنوعی، جهت جذب سرمایه‌گذاران مختلف با علایق و سلیقه‌های مختلف و درجه ریسک‌پذیری گوناگون ابداع و به کار گرفته شده‌اند.

## گفتار اول: ضرورت صدور صکوک

کشورهای اسلامی، نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از ابزارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) استفاده کنند، بنابراین ابزارهای جدیدی را بر اساس اصول شریعتشان، ابداع نموده‌اند. طی سالهای اخیر، رشد فزاینده حجم معاملات و فعالیت‌های کسب و کار مسلمانان نیاز به ایجاد روشی برای تأمین منابع مالی منطبق با احکام اسلام را تشدید کرده است. در سیستم بانکداری عرفی با نرخ بهره، ابزارهای متنوعی برای کسب سود بانکی وجود دارند. اما برای

---

1-Nurul Aini ,muhamed,rafisah,mat radzi(2011),"Implication of sukuk structuring: The Comparison on the structure of Asset Based and Asset backed Ijarah Sukuk",2nd International Conference on Business and economic research,p. 2444

2- Securitization

بانکداری اسلامی این ابزارها باید مبتنی بر دارایی باشد تا با بازار قرض (بهره) اشتباه نشود.<sup>۱</sup> کشورهای که بخش عمده‌ای از جمعیت آنها را مسلمانان تشکیل می‌دهند نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از ابزارهای مبتنی بر بهره استفاده نمایند لذا همانطور که ذکر آن رفت دست به ابتکار زده و بر اساس اصول شریعت و مذهب خودشان، ابزارهای جدیدی را ابداع نموده‌اند.

یکی از ابزارها در جهت تأمین مالی پروژه‌ها و طرح‌ها انتشار اوراق بهادار است. اوراق بهادار با حذف واسطه‌ها در سرمایه‌گذاری، سود بیشتری نصیب سرمایه‌گذاران و هزینه کمتری بر تولیدکنندگان تحمیل می‌نماید. بنابراین فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در دهه اخیر روش مناسبی برای استفاده از دارایی‌های راكد جامعه به حساب می‌آید.

دولتها و شرکتهای اسلامی که به دنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند، نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی می‌باشند. در سالهای اخیر استفاده از ابزارهای مالی اسلامی که به «صکوک» شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است تا شرکتها به وسیله این نوآوری مالی بتوانند خلأ حاصل از کمبود ابزارهای مالی را پر کنند.<sup>۲</sup>

در بازارهای سرمایه اسلامی، معاوضات نرخ بهره و دیگر صورتهای متعارف ابزارهای مشتقه مانند مشتقات اعتباری و اوراق اختیار معامله جداولی، به دلیل ممنوعیت در قوانین اسلامی وجود ندارند. بنا براین ساختارهای صکوک مجبور به توسعه بیشتر و ارائه جانشین‌های سازگار با شریعت به جای مشتقات سنتی می‌باشد.<sup>۳</sup>

اندیشمندان مالی اسلامی با استفاده از عقود اسلامی و ظرفیت‌های علم فقه توانسته‌اند با نیازهای مالی جوامع اسلامی گونه‌های مختلفی از اوراق بهادار اسلامی طراحی کنند که به سه گروه عمده ابزارهای مالی غیر انتفاعی جهت تأمین مالی اهداف خیرخواهانه، ابزارهای مالی انتفاعی با سود معین برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز و ابزارهای مالی انتفاعی با سود انتظاری برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر تقسیم می‌شوند.<sup>۴</sup>

مطابق شریعت اسلام ممنوعیت‌های زیادی از جمله معاملات کالاها و خدمات غیر اخلاقی، تحصیل بازدهی از قرارداد (ربا/ بهره)، عدم اطمینان بیش از حد در قراردادهای (غرر)، تجدید

---

1-Abdul Rais Abdul Majid (2003),"Development Of Liquidity Management Instruments: Challenges And Opportunity ",International Conference on Islamic Banking: Risk Management ,Regulation and Supervision,Jakarta,Indonesia,pp. 5

۲- قاسمی ارمکی، علی، (۱۳۹۱)، «راهنمای انتشار صکوک»، تهران: انتشارات کیومرث، ص ۱۱

۳- طریق، علی ارسلان، (۱۳۹۰)، «مدیریت ریسک های مالی ساختارهای صکوک»، زه تابیان، مصطفی و علی سعیدی (مترجمان)، چاپ دوم، تهران:

دانشگاه امام صادق (ع) و سازمان بورس اوراق بهادار، ص ۱۱

۴- موسوی، سید محسن، (۱۳۹۱)، «تاریخچه طراحی و توسعه صکوک در جهان و ایران»، فصلنامه تازه های اقتصاد شماره ۱۳۶، ص ۱۰۳



ساختار بدهی بر مبنای پرداخت خسارت، قمار و بازی‌های مبتنی بر شانس، مبادله در قراردادهای بدهی با تنزیل و مبادلات آتی ارز وجود دارد که به تعدادی از آنها می‌پردازیم.

### بند اول: ممنوعیت ربا (بهره)

شاید مهمترین و شاخص‌ترین تفاوت بین اقتصاد اسلامی و سایر اقتصادها ممنوعیت ربا از دیدگاه اسلام باشد، در حالی که ربا و بهره‌ی قراردادی در تار و پود اقتصاد متعارف حضور دارد و به اشکال مختلف چون اوراق قرضه، سپرده‌ها، وامها و اعتبارات بانکی، کارتهای اعتباری و به طور کلی در همه‌ی ابعاد اقتصاد سرمایه‌داری جریان دارد. اسلام به شدت تمام از آن نهی کرده، از گناهان کبیره شمرده و مرتکب‌شونده آن را نه تنها به عقاب دردناک اخروی بیم داده به مبارزه دنیوی نیز تهدید کرده است. ربا (بهره) عبارت از هرگونه بازده، پاداش یا جبران است که در یک قرارداد وام مورد مطالبه قرار گیرد مانند آنچه که در تجدید مهلت بازپرداخت دیون<sup>۱</sup> مورد مطالبه قرار می‌گیرد. آیات فراوانی بر ممنوعیت ربا دلالت می‌نماید از جمله «و خداوند داد و ستد را حلال و ربا را حرام کرده است»<sup>۲</sup> در توجیه اقتصادی ممنوعیت ربا باید گفت که پول به عنوان واسطه‌ی مبادله‌ای در نظر گرفته می‌شود که در واقع برای دیگر کالاها و خدمات و نه برای خودش، مورد تقاضا قرار می‌گیرد. بنابراین مطالبه بهره در وامها ناعادلانه به نظر می‌رسد چرا که پول به عبارت ساده واسطه‌ای میان کالاها در نظر گرفته شده است.<sup>۳</sup>

بررسی آیات و روایات ناظر به فلسفه تحریم ربا و توجه به معاملات مجاز نشان می‌دهد که دین اسلام با تحریم ربا به دنبال تحقق اهداف ذیل می‌باشد:

۱- گسترش انواع روابط خیرخواهانه چون انفاقات، صدقات، اوقاف و قرض الحسنه.

۲- گسترش انواع معاملات تجاری چون بیع، اجاره، جعاله و سلف.

۳- گسترش انواع مشارکتها چون شرکت، مضاربه، مزارعه و مساقات.

۴- گسترش سرمایه‌گذاری‌های مستقیم اقتصادی.

۲- «وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا»

۳- طریق، علی ارسلان، پیشین، ص ۱۸

## بند دوم: ممنوعیت غرر و پرهیز از سرمایه‌گذاری و خدمات غیر اخلاقی

پیامبر گرامی اسلام از بیع غرری نهی کردند.<sup>۱</sup> پیامبر با بیان این نهی، درصدد تنظیم روابط معاملی بین انسانها می‌باشند، ایشان می‌خواهند آن گروه از قراردادها که در اثر خدعه، غفلت و جهالت و یا هر عامل دیگری صفت غرری پیدا می‌کنند و مال یکی از طرفین یا هر دو را در معرض هلاکت و نابودی قرار می‌دهند، از دایره بیع‌های مجاز خارج کرده و حکم به فساد آنها نمایند.

در آمد تجاری به خودی خود غیر قانونی نیست ولی ممکن است فردی تحت فشار زیاد، الگوهایی از کسب و کار مدرن، که از عدم اطمینان برخوردار است را اتخاذ کند. نگرانی فقهای شریعت از این است که میزان عدم اطمینان آن قدر زیاد شود که درآمد تجاری را به غرر غیر قانونی تبدیل کند.<sup>۲</sup>

عالمان شریعت در رد سرمایه‌گذاری در کسب و کارهای غیراخلاقی مانند قمارخانه، شرکت‌های دخانیات، شراب‌سازی، فحشا و... اتفاق نظر دارند. نکته‌ای که باید توجه داشت این است که بین قماربازی و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه تفاوت وجود دارد و خرید یک بلیط بخت آزمایی را نباید همانند سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت دانست. زیرا با خرید بلیط آزمایی، شخص برنده، سودی معادل چندین برابر بازده مورد انتظار حاصل از سرمایه‌گذاری اش کسب می‌کند و در مقابل، سایر قماربازان متضرر می‌شوند و بدین ترتیب یک بازی با مجموع صفر انجام می‌شود. اما در بازار سرمایه و یا هر بازرگانی مشروع و حلال دیگری، فقط یک برنده نیست و هر کسی می‌تواند بازده معقولی کسب کند.

## گفتار دوم: شمای کلی از صکوک

اصطلاح صکوک برگرفته از واژه عربی «صکوک» به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و قبض بدهی است و به طور معمول به عنوان اوراق بهادار با پشتوانه مالی تعریف می‌شود که باید خود دارایی ارزش داشته باشد و نمی‌تواند بر اساس فعالیت‌های سفته بازی و سوداگرانه و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند، سودآوری داشته باشد.<sup>۳</sup>

۱- «نهی النبی (ص) عن بیع الغرر»

۲- طریق، علی ارسلان، پیشین، ص ۲۰

3-Shanmugam,B,Zahari,z,(2009),"A Primer On Islamic Finance",The Research Foundation Of CFA Institute

صکوک، اوراق بهادار با انعطافی است که می‌توان از آن برای پاسخ‌گویی به انواع نیازهای تأمین مالی بنگاههای اقتصادی در بازار سرمایه استفاده کرد. هم‌اکنون در بازارهای جهانی شاهد روند فزاینده استفاده از صکوک هستیم. به طوری که برخی از کشورهای غربی برای جذب سرمایه‌گذاری خود از آن استفاده می‌کنند.<sup>۱</sup>

اصطلاح صکوک برای ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ میلادی در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی<sup>۲</sup> برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۳</sup> استانداردهایی را برای ۱۴ نوع مختلف صکوک منتشر کرده است.

ابزارهای نوین مالی نه تنها در کشورهای اسلامی رواج چشمگیری یافته است بلکه در کشورهای پیشرفته‌ای چون آمریکا، انگلیس، آلمان، ژاپن و سنگاپور نیز رسوخ پیدا کرده است. معاملات صکوک در جمهوری اسلامی ایران نیز با تصویب این اوراق در شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و ابلاغ دستورالعمل‌های مربوطه آغاز شده و برای اولین بار در بهمن ماه ۱۳۸۹ توسط شرکت هواپیمایی ماهان به صورت اوراق اجاره به مبلغ ۲۹۱/۵ میلیارد ریال با نماد «ماهان ۱» در شرکت فرابورس ایران معامله شد. و برای بار دوم نیز این شرکت اقدام به انتشار اوراق اجاره با نماد «ماهان ۲»، توسط شرکت تأمین سرمایه ملت نمود. پس از آن شرکتهای متعددی جهت تأمین مالی از طریق این ابزارهای نوین، اعلام آمادگی نمودند.<sup>۴</sup>

لازمه انتشار صکوک وجود یک دارایی در ترازنامه بانک (یا نهاد منتشرکننده آن) و اجرای یکی از قراردادهای (عقود اسلامی) است. اوراق بهاداری که بر اساس قراردادهای شرعی منتشر می‌شوند، نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در دارایی مبنای انتشار اوراق می‌باشند. سود (بازده) تعلق گرفته به صکوک از طریق خرید یا اجاره دارایی ناشی می‌شود و به خاطر بهره نیست. ویژگی پایه اوراق اجاره این است که بیانگر اجاره مبتنی بر دارایی است.<sup>۵</sup> تعیین دارایی مناسب

---

۱- اسدزاده، احمد و سکینه اشرفی، (۱۳۹۱)، «ظرفیت‌های بازار سرمایه اسلامی و ابزارهای مالی اسلامی در توسعه مشارکت خصوصی و عمومی در زیرساخت»، مجموعه مقالات همایش ملی مشارکت عمومی و خصوصی در توسعه زیرساخت، تهران: موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی وابسته به معاونت برنامه ریزی و نظارت راهبردی ریاست جمهوری، ص ۴۲

2 - Islamic Development Bank

3 - Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)

۴- قاسمی ارمکی، علی، پیشین، ص ۱۶-۱۷

5-Muhammad Al-Amin, Muhammad Al-Bashir, (2001) "The Islamic Bond Market: Possibilities and Challenges", International Journal Of Islamic Financial Services, vol 3, no. 1, pp. 6

برای پشتیبانی از صکوک نخستین و مهمترین گام برای انتشار آن است. این دارایی نمی‌تواند تنها شامل قرض بانک (که از قراردادهای مالی اسلامی ناشی شده است) باشد.<sup>۱</sup>

اما گاهاً از صکوک به عنوان اوراق قرضه اسلامی یاد می‌شود این در حالی است که صکوک با اوراق قرضه مرسوم در بازارهای مالی تفاوت‌های اساسی دارد از جمله آن:

۱- صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادر کننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که نرخ بهره وام نیز ثابت است و این موجب ربا می‌شود.

۲- دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. در حالی که در اوراق قرضه دارایی‌های که از نظر اسلام پذیرفته نیست می‌تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.

۳- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادر کننده یا ناشر آن بستگی دارد و با آن سنجیده می‌شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

۴- فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

۵- در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

اما صکوک با اوراق قرضه شباهت‌هایی هم دارد که شامل نقد شوندگی در بازار ثانوی، درجه بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه‌بندی، قابلیت افزایش اعتبار و تنوع در طراحی و عرضه می‌باشد.

اتکای بازار مالی اسلامی، بر ایده عمومی گسترش اصول مسلم دین اسلام در فعالیت‌های اقتصادی در جهت ارتقای رفاه عمومی بوده است.<sup>۲</sup> صکوک نوعی سند است که فرد دارای این اوراق در سود و زیان ناشی از مشارکت طرح‌ها و پروژه‌های مختلف شریک خواهد بود.<sup>۳</sup> صکوک این اوراق دارای بازده ثابت به اضافه سهمی از سود ناشی از سرمایه‌گذاری است که درصد سود و زیان آن می‌تواند ثابت یا شناور باشد. لذا بازده صکوک مقدار ثابتی نیست و بر حسب ارزش واقعی محاسبه می‌گردد. انتشار صکوک همچون اوراق مشارکت می‌تواند توسط بخش خصوصی برای

۱- اسدزاده، احمد، اشرفی سکینه، پیشین، ص ۵۱

2-Hesse, Heiko, A. Jobst, Andreas, Sole', Juan,(2008),"Trends and Challenges in Islamic Finance",WORLD ECONOMICS,Vol. 9,NO. 2,pp. 176 .

3-Mohdzin,Mohamad Ziad ,et al,(2011),"The Implementation of Sukuk In Islamic finance ",International Conference On Sociality And Economic Development,IACSIT Press ,Singapore,pp. 3