



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی

اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

بدون سررسید؛

ساختار و ملاحظات فقهی

Perpetual Sukuk



دکتر محمد توحیدی

مهدی حکیمیان

دکتر خلیل اله احمدوند

خرداد ۱۴۰۰



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بدون سررسید؛ ساختار و ملاحظات فقهی

تهیه کننده: دکتر محمد توحیدی، مهدی حکیمیان، دکتر خلیل اله احمدوند

کد گزارش: ۱۴۰۰-۰۳-۲۰۲۱

تاریخ گزارش: خرداد ۱۴۰۰

این اثر با عنوان "بررسی و تحلیل فقهی ساختار صکوک بدون سررسید در بازار سرمایه اسلامی" در دوفصلنامه علمی پژوهشی مطالعات اقتصاد اسلامی، دوره ۱۳، شماره ۲۶، بهار و تابستان ۱۴۰۰، صفحات ۳۷۱-۴۰۱ به چاپ رسیده است. مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط نویسندگان بوده و نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. استفاده از این متن صرفاً با ذکر منبع بلا مانع است.

اوراق بهادر اسلامی (صکوک) بدون سررسید؛ ساختار و ملاحظات فقهی

چکیده

یکی از نوآوری‌های اخیر بازار جهانی صکوک، معرفی و انتشار صکوک بدون سررسید در کشورهای اسلامی است. این اوراق به‌عنوان یکی از ابزارهای مالی اسلامی ترکیبی، ماهیت بدهی و حقوق مالکانه را توأمان داشته و معمولاً دارای بازدهی منظم و بدون تاریخ سررسید از پیش تعیین‌شده است. بانک‌های اسلامی با هدف مدیریت ریسک خود، رعایت رکن اول الزامات کفایت سرمایه بازل ۳ و همچنین رعایت الزامات مقرراتی دارایی‌های با نقدشوندگی بالا، اقدام به انتشار چنین اوراقی می‌کنند. همچنین دولت و بخش خصوصی نیز می‌توانند برای تأمین مالی پروژه‌های خود، صکوک بدون سررسید منتشر کنند. هدف از این پژوهش این است که امکان طراحی و انتشار صکوک بدون سررسید را از منظر فقهی تحلیل نماید. این پژوهش از منظر هدف، کاربردی و از منظر ماهیت و روش، توصیفی تحلیلی محسوب می‌شود. در این پژوهش عدم تعیین سررسید، تأخیر در توزیع سود دوره‌ای، اولویت‌بندی و اختیار بازخرید اوراق مورد تجزیه و تحلیل فقهی قرار می‌گیرد. در این پژوهش پس از معرفی صکوک بدون سررسید، بیان ویژگی‌ها و تجربه انتشار آن در کشورهای اسلامی، به روش توصیفی تحلیلی و با تأکید بر تجربه بین‌المللی، به تحلیل فقهی الگوی صکوک بدون سررسید بر اساس عقود مشارکتی پرداخته شده است و نتایج گویای آن است که امکان طراحی صکوک بدون سررسید در قالب عقود مشارکت، مضاربه و وکالت وجود دارد.

واژگان کلیدی: صکوک بدون سررسید، الزامات کفایت سرمایه بازل ۳، مشارکت، مضاربه، وکالت.

۱. مقدمه

انتشار انواع مختلف اوراق بهادار (صکوک) به عنوان جایگزین اوراق قرضه متعارف، یکی از مهم ترین دستاوردهای مالی اسلامی محسوب می شود که در کشورهای اسلامی و غیر اسلامی جایگاه ویژه ای پیدا کرده است (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۴۵۸). استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۱ (AAOIFI)، صکوک را این گونه تعریف می کند: «صکوک گواهی هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه ای از دارایی ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص می شود» (سروش، ۱۳۸۶، صص ۱۴-۱۹). هدف از به کارگیری صکوک به عنوان ابزاری جدید در نظام مالی اسلامی، صرفاً تقلیدی نسجیده از اوراق قرضه مبتنی بر بهره نیست، بلکه ایجاد ابزاری نو و ابتکاری منطبق بر قوانین شریعت اسلام است؛ زیرا با حذف کامل بهره از نظام مالی در جوامع اسلامی، می بایست ساختار و شیوه فعالیت بازارهای مالی دگرگون شده و ابزارهای متناسب با دیدگاه اسلام طراحی و وارد بازار گردد (نظریور و خزائی، ۱۳۹۱، ص ۱۸۸).

صکوک را از منظر سررسید می توان به اوراق با سررسیدهای کوتاه مدت، میان مدت، بلندمدت و بدون سررسید تقسیم نمود. سررسید اوراق کوتاه مدت کمتر از یک سال است که عموماً این نوع اوراق برای هدف تأمین نقدینگی مورد استفاده قرار می گیرد. اوراق میان مدت بین یک تا پنج سال و اوراق بلندمدت بیشتر از پنج سال است (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸، ص ۵۶). از جمله نوآوری های اخیر در بازار سرمایه کشورهای اسلامی، طراحی و انتشار صکوک بدون سررسید یا مادام العمر^۲ مبتنی بر موازین شریعت اسلام است که به عنوان جایگزین اوراق قرضه مادام العمر^۳ مطرح شده است. صکوک بدون سررسید صکوکی است که پس از انتشار چارچوب مقرراتی بازل سه، بانک های اسلامی برای رعایت الزامات رکن یک بازل سه، شروع به انتشار چنین صکوکی نمودند (Sairally, Muhammad & Mustafa, 2013, p 127). با توجه به لزوم طراحی و انتشار ابزارهای مالی متنوع و سازگار با سلايق و روحیات سرمایه گذاران و ناشران، این نوع صکوک می تواند به تنوع و گستردگی ابزارهای مالی موجود در کشور کمک کرده که نتیجه آن رشد و شکوفایی بازارهای مالی و اقتصاد خواهد شد.

در این پژوهش ابتدا به معرفی صکوک بدون سررسید، مزایای آن برای ناشران و سرمایه گذاران و تجربه انتشار آن در کشورهای اسلامی پرداخته شده است، سپس امکان طراحی این نوع صکوک بر اساس عقود مختلف اسلامی مورد بررسی و تحلیل فقهی قرار گرفته است.

۲. پیشینه پژوهش

هرچند که اوراق قرضه مادام العمر دارای سابقه طولانی در بازارهای مالی متعارف بوده و تحقیقات متعددی در این زمینه انجام شده است، اما صکوک مادام العمر از مباحث جدید و به روز در بازارهای مالی اسلامی محسوب می شود و سابقه انتشار این نوع صکوک به دهه اخیر برمی گردد و اولین صکوک مادام العمر در سال ۲۰۱۲ منتشر شده است. پژوهش های اندکی در زمینه صکوک مادام العمر در دنیا وجود دارد که در ادامه بدان اشاره می شود. رمضان فطری الیاس و همکاران^۴ (۲۰۱۶) در مقاله ای تحت عنوان «صکوک مادام العمر، ارزیابی اولیه شریعت»^۵ پس از بررسی اولیه اوراق صکوک مادام العمر و بیان دلایل انتشار آن، این صکوک را از منظر فقه اهل سنت

^۱ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

^۲ Perpetual Sukuk

^۳ Perpetual Bonds/ Consol Bonds

^۴ Ellias et al

^۵ Perpetual Sukuk: A preliminary Shari'ah Assensment

بررسی و ارزیابی کرده و انتشار آن را بلاشکال دانسته و در ادامه با ذکر دلایلی انتشار آن را باعث رشد و شکوفایی بازارهای مالی کشورهای اسلامی می‌دانند.

شورای عمومی بانک‌ها و نهادهای مالی اسلامی (۲۰۱۶)^۱ در گزارشی با عنوان «صکوک سرمایه رکن ۱ و ۲» ضمن تبیین جنبه‌های مهم تعاریف سرمایه در استانداردهای تجدیدنظر شده کفایت سرمایه، به توصیف برخی ابزارهای مالی می‌پردازد که با این الزامات تطابق دارند. همچنین در این گزارش، تحلیلی از صکوک ارائه می‌شود که بانک‌های اسلامی برای تقویت نسبت‌های سرمایه‌شان منتشر نموده‌اند.

بانک جهانی (۲۰۱۵)^۲ نیز در کارگاهی با عنوان «بازل ۳ و صکوک رکن ۱» ضمن مروری بر الزامات کفایت سرمایه بازل ۳، به بررسی ساختار انتشار صکوک رکن ۱ و برخی چالش‌های کلیدی در این زمینه پرداخته است.

آکادمی تحقیقاتی بین‌المللی شریعت^۳ (۲۰۱۵) در کتاب خود به نام بازار سرمایه اسلامی^۴ در فصل پنجم کتاب به صورت خلاصه به بررسی صکوک مادام‌العمر پرداخته است و اولین تجربه انتشار صکوک بدون سررسید را به صورت مختصر تشریح نموده است. آکادمی تحقیقاتی بین‌المللی شریعت (۲۰۱۷) در کتاب دیگر خود به نام صکوک^۵ در یکی از فصول کتاب صکوک مادام‌العمر را در کنار صکوک قابل تبدیل^۶ و صکوک قابل تغییر^۷ مورد بررسی قرار داده، شرایط و ویژگی‌های این صکوک را به همراه مزایا و معایب انتشار آن بررسی کرده و سپس آماری از تعداد و حجم منتشر شده صکوک بدون سررسید به همراه مورد کاوی برخی از آن‌ها ارائه کرده است.

بازار مالی اسلامی بین‌المللی^۸ (۲۰۱۸) در گزارش دوره‌ای خود با عنوان «گزارش صکوک ۲۰۱۸» به ارائه آمار و ارقام صکوک مادام‌العمر منتشره توسط بانک‌های اسلامی و شرکت‌ها پرداخته و به صورت خاص به موردکاوری صکوک مادام‌العمر منتشره در سال ۲۰۱۸ پرداخته است.

اعتصامی و سلیمانی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید (با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی)» پس از بیان دلایل و اهمیت انتشار اوراق قابل تمدید، الگوی اوراق قابل تمدید را که شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی هست، تشریح، ریسک‌های آن را بررسی کرده و پس از ارزیابی فقهی انتشار آن را بدون اشکال می‌دانند.

۳. مبانی نظری پژوهش

۱،۳. معرفی صکوک مادام‌العمر

صکوک مادام‌العمر به عنوان یکی از ابزارهای مالی ترکیبی^۹ در ادبیات جدید مالی اسلامی شناخته می‌شود. عبارت ترکیبی معمولاً به ابزارهای مالی گفته می‌شود که دارای دو جز هستند: بدهی^{۱۰} و حقوق مالکانه^{۱۱}. صکوک بدون سررسید دارای ترکیبی از ویژگی‌های

^۱ CIBAFI (2016)

^۲ World Bank Group (2015)

^۳ International Shari'ah Research Academy (ISRA)

^۴ Islamic Capital Market: Principles & Practices

^۵ Sukuk: Principles & Practices

^۶ Convertible Sukuk

^۷ Exchangeable Sukuk

^۸ IIFM: International Islamic Financial Market

^۹ Hybrid Instrument

^{۱۰} Debt

^{۱۱} Equity

بدهی و حقوق مالکانه معمولاً با بازدهی منظم و بدون تاریخ سررسید از پیش تعیین شده است و به صورت طبیعی دارای یک اختیار بازخريد است که بانی بنا به صلاحديد می تواند آن را اعمال کند. اين نوع صکوک معمولاً دارای اولويت پايين تری نسبت به بدهی و ديگر تعهدات بانی و البته بالاتر از سهام عادی بانی چنين صکوکي است؛ بنابراین اگر بانی صکوک دچار ورشکستگي و انحلال شود، دارندگان صکوک بدون سررسيد پيش از ساير طلبکاران شرکت متحمل زیان خواهند شد.

محبوبیت ساختارهای ترکیبی در شکل صکوک مادام العمر در بين سرمایه گذاران و ناشران با شرایطی که در بازار سرمایه وجود دارد، متفاوت است. صکوک ترکیبی^۱ همانند ساختارهای متعارف صکوک صرفاً برای افزایش سرمایه به کار نمی رود، بلکه می تواند نیازمندی های متفاوتی را مانند نیاز شرکت به تأمین سرمایه و نیاز سرمایه گذاران به متنوع سازی پرتفوی سرمایه گذاری شان را نیز محقق نماید.

با انتشار چارچوب مقرراتی بازل^۲ در سال ۲۰۱۰ و بازنویسی مجدد آن در سال ۲۰۱۱، بانک های اسلامی برای رعایت قوانین و الزامات رکن یک^۳ ذیل سرفصل بازل ۳ اقدام به انتشار صکوک مادام العمر نمودند. بانک اسلامی ابوظبی^۴ کشور امارات متحده عربی در نوامبر ۲۰۱۲ اولین صکوک مشارکت مادام العمر به ارزش اسمی یک میلیارد دلار را منتشر کرد. بعد از سال ۲۰۱۲ اوراق صکوک مادام العمر زیادی در کشورهای اسلامی برای رعایت قوانین و مقررات بازل سه منتشر گردید. علاوه بر بانک های اسلامی، در سپتامبر ۲۰۱۳ شرکت المارای^۵ که یک شرکت تولیدکننده محصولات لبنی در عربستان سعودی هست، اولین صکوک مادام العمر ترکیبی غیربانکی را منتشر نمود. این صکوک بدون سررسيد، ترکیبی از قراردادهای مشارکت و مباحه بود.

در جدول ۱ اولین صکوک های مادام العمر منتشر شده به همراه جزئیات مربوط به بانی، کشور، حجم، تاریخ انتشار و قرارداد پایه آنها آورده شده است.

جدول ۱- مشخصات صکوک مادام العمر منتشره در کشورهای اسلامی (ISRA, 2017, p 454)

نوع بانی	بانی	کشور	حجم (میلیون)	تاریخ انتشار	قرارداد پایه	مدت زمان بازخريد
بانک های اسلامی	ADIB Capital Invest 1 Ltd	امارات متحده عربی	۱۰۰۰ دلار	نوامبر ۲۰۱۲	مضاربه	۵ سال
	DIB Tier 1 Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	۱۰۰۰ دلار	مارس ۲۰۱۳	مضاربه	۶ سال
	AHB Tier 1 Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	۵۰۰ دلار	ژوئن ۲۰۱۴	مضاربه	۵ سال
	DIB Tier 1 Sukuk 2 Ltd	امارات متحده عربی	۱۰۰۰ دلار	ژانویه ۲۰۱۵	مضاربه	۶ سال
	Qatar Islamic Bank perpetual	قطر	۲۰۰۰ دلار	ژوئن ۲۰۱۵	مضاربه	۶ سال
	Boubyan tier 1 Capital SPC Ltd	کویت	۲۵۰ دلار	می ۲۰۱۶	مضاربه	۵ سال

¹ Hybrid Sukuk

² Basel III

³ Tier 1

⁴ Abu Dhabi Islamic Bank (ABID)

⁵ Al-Marai Company

Noor Tier 1 Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	۵۰۰ دلار	ژوئن ۲۰۱۶	مضاربه	۵ سال
Ahli United Sukuk Ltd	کویت	۲۰۰ دلار	اکتبر ۲۰۱۶	مضاربه	۵ سال
Malaysian Airline System Bhd	مالزی	۲۵۰۰ دلار	ژوئن ۲۰۱۲	مشارکت/ مساومه	۱۰ سال
Almarai Co. Ltd	عربستان سعودی	۱۰۰۰ دلار	سپتامبر ۲۰۱۳	مضاربه/ مراهجه	۵ سال
GEMS MEA Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	۲۰۰ دلار	نوامبر ۲۰۱۳	مضاربه	۵ سال
Boustead Holdings Bhd	مالزی	۱۲۰۰ دلار	دسامبر ۲۰۱۳	مشارکت/ مساومه	۵ سال
S P Setia Bhd	مالزی	۷۰۰ دلار	دسامبر ۲۰۱۳	مشارکت/ مساومه	۵ سال
DRB-HICOM Bhd	مالزی	۲۰۰۰ دلار	دسامبر ۲۰۱۴	مشارکت/ مساومه	۵ سال
AEON Credit Service M Bhd	مالزی	۴۰۰ دلار	دسامبر ۲۰۱۴	مشارکت/ مساومه	۵ سال
Mah Sing Group Bhd	مالزی	۶۰۰ دلار	مارس ۲۰۱۵	مشارکت/ مساومه	۵ سال
Malaysia Airlines Bhd	مالزی	۱۵۰۰ دلار	مارس ۲۰۱۶	مشارکت/ مساومه	۷ سال
Sime Darby Bhd	مالزی	۳۰۰۰ دلار	مارس ۲۰۱۶	وکالت	۵ سال

شرکت‌ها

۲,۳. صکوک مادام‌العمر و الزامات کفایت سرمایه

توافق‌نامه بازل ۳، که در سال ۲۰۱۰-۲۰۱۱ مورد موافقت اعضای کمیته نظارت بانکی بازل قرار گرفت، تغییرات مهمی را نسبت به بازل ۲ ایجاد نمود. در بازل ۳ قوانین مربوط به جذب زیان سرمایه بسیار قوی‌تر از بازل ۲ است. همچنین نسبت‌های کفایت سرمایه برای انواع سرمایه رکن اول و دوم^۱ مورد تجدید نظر قرار گرفته و بافرهای اختیاری معرفی شده است. الزامات کفایت سرمایه بالاتر در بازل ۳، بانک‌ها را به سمت ایجاد سرمایه اضافی و نگهداری عواید به‌عنوان راهی برای ایجاد سرمایه داخلی سوق داده است (Basel Committee on Banking Supervision, 2011). پیشنهادهای کمیته بازل برای تقویت سرمایه مقرراتی درصدد بود که این اطمینان را ایجاد کند که همه ابزارهای سرمایه مقرراتی که توسط بانک‌ها منتشر می‌شوند، در مواقعی که بانک قادر به پشتیبانی از خود نیست، بتواند زیان‌ها را جذب کند. در واقع، سرمایه رکن اول باید قادر به جذب زیان در شرایطی باشد که بانک به فعالیت خود ادامه می‌دهد، درحالی‌که سرمایه رکن دوم باید زیان‌ها را پیش از سپرده‌گذاران و طلبکاران خاص دیگر در مواقع عدم امکان ادامه فعالیت بانک، جذب نماید. سرمایه رکن اول به دو طبقه رکن اول حقوق مالکانه (CE1) و رکن اول اضافی (AT1) تقسیم می‌شود. بر اساس استاندارد کفایت سرمایه بازل ۳، حداقل الزامات سرمایه‌ای سرمایه رکن اول ۶ درصد دارایی‌های موزون شده با ریسک است. این ۶ درصد متشکل از ۴/۵ درصد سهام عادی رکن اول (CET1) و حداکثر ۱/۵ درصد رکن اول مازاد (AT1) است. CET1 همان‌طور که از نامش پیداست

¹ Tier 1 and 2

سهام عادی شرکت با لحاظ تعدیلات خاص است و AT1 متشکل از ابزارهایی است که دارای اولویت پایین‌تری بوده، سودها یا کوپن‌های غیر جمع‌شونده اختیاری دارند، تاریخ سررسیدی ندارند و انگیزه‌ای برای بازخرید آن‌ها نیز وجود ندارد. سرمایه رکن دوم باید نسبت به سپرده‌گذاران و طلبکاران عادی بانک در اولویت پایین‌تری قرار گرفته و یک سررسید حداقل ۵ ساله داشته باشند و هیچ انگیزه‌ای برای بازخرید آن‌ها وجود نداشته باشد. بانک‌های متعارف از اشکال مختلف ابزارهای سرمایه شامل بدهی‌های بدون اولویت، اوراق قرضه بدون سررسید و اوراق قرضه مشروط قابل تبدیل^۱ استفاده می‌کنند. با این حال، این ابزارها مبتنی بر ربا بوده و بانک‌های اسلامی مجاز به استفاده از آن‌ها نیستند. در دسامبر ۲۰۱۳، هیئت خدمات مالی اسلامی با انتشار استاندارد ۱۵ خود با عنوان «استاندارد کفایت سرمایه تجدید نظر شده برای نهادهای ارائه‌کننده خدمات مالی اسلامی» ابزارهای مالی اسلامی مورد استفاده در الزامات سرمایه‌ای رکن اول و دوم را معرفی نمود. در این استاندارد، صکوک مشارکت به عنوان سرمایه رکن اول و صکوک مضاربه و وکالت به عنوان سرمایه رکن دوم پیشنهاد شده است (IFSB, 2013, p 8; CIBAFI^۲, 2016, p 3-4).

۳.۳. مزایای صکوک بدون سررسید از منظر بانیان و سرمایه‌گذاران

بانیان به دلایل زیر ممکن است انتشار صکوک بدون سررسید را ترجیح دهند (ISRA, 2017, p 449-450):

- صکوک ترکیبی، دسترسی به سرمایه‌گذاران گسترده‌تری را فراهم می‌کند؛ سرمایه‌گذارانی که قصد دارند سرمایه‌گذاری خود را متنوع کنند و به دنبال موقعیت‌های شبیه سهام هستند.
- صکوک مادام‌العمر این امکان را برای بانک‌های اسلامی فراهم می‌آورد تا بتوانند الزامات رکن اول و دوم کفایت سرمایه بازل ۳ را رعایت کنند.
- در صکوک بدون سررسید، بانی در صورت تمایل و داشتن وجوه کافی، امکان بازخرید صکوک را پس از گذشت یک دوره زمانی مشخص خواهد داشت. این اختیار موجب می‌شود که ریسک نکول در رتبه‌بندی صکوک کاهش یافته و کیفیت اعتباری بانی به علت افزایش انعطاف‌پذیری مالی و مدیریت کارای سرمایه افزایش یابد.
- صکوک ترکیبی می‌تواند یک ابزار مؤثر برای مدیریت واگذاری^۳ توسط بانی صکوک برای کاهش سرمایه‌گذاری‌اش در سهام یک شرکت و یا شرکت‌های زیرمجموعه‌اش باشد، بدون این که لازم باشد مستقیماً برای عرضه سهام موجود وارد بازار سهام شود. چنین گزینه‌ای برای شرکت ارزشمند است، خصوصاً اگر بانی، نگران ریسک کاهش زیاد قیمت سهامش باشد.
- صکوک مادام‌العمر در مقایسه با صکوک عادی، این امکان را برای بانیان فراهم می‌کند که به صورت بلندمدت تأمین مالی کنند.

سرمایه‌گذاران نیز به دلایل زیر ممکن است سرمایه‌گذاری در صکوک بدون سررسید را ترجیح دهند (ISRA, 2017, p 450-451):

- صکوک بدون سررسید ویژگی‌های ریسک و بازدهی جذابی را با ترکیب ویژگی‌های بدهی و حقوق صاحبان سهام ایجاد می‌کند و آن به خاطر همیشگی بودن صکوک بدون سررسید است.
- هرچند دارندگان صکوک بدون سررسید دارای اولویت پایین‌تری نسبت به سایر طلبکاران شرکت بانی هستند، اما در عین استفاده از برخی مزایای شبیه حقوق مالکانه بودن، دارای اولویت بالاتری نسبت دارندگان سهام شرکت هستند.

¹ Contingent Convertible Bonds

² General Council for Islamic Banks And Financial Institutions

³ Divestment

- یکی دیگر از دلایلی که شاید باعث ترجیحات سرمایه‌گذاران و جذابیت صکوک بدون سررسید باشد این است که هنگامی که قیمت‌های سهام متغیر و یا غیرقابل اعتماد باشد، صکوک ترکیبی یک اطمینان خاطری را درباره پرداخت مقداری درآمد ثابت به دارندگان خود می‌دهد. در مقابل سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام، سرمایه‌گذار را در ریسک کاهش قیمت سهام و همچنین دریافت بازده پایین و حتی منفی قرار خواهد داد.

۳،۴،۰ ویژگی‌ها و مشخصات صکوک بدون سررسید

صکوک بدون سررسید در مقایسه با ساختارهای رایج صکوک دارای ویژگی‌های متمایزی است که در ادامه تبیین خواهد شد (Ellias, Haron, Firdaus Kadir and Salim, 2016, p127-129).

۳،۴،۱. مادام‌العمر^۱ (همیشگی) بودن

صکوک بدون سررسید مادام‌العمر و بدون سررسید محسوب می‌شود؛ بدین معنا که بانی برای همیشه بازدهی این دارایی را پرداخت خواهد کرد و به‌طور معمول مجبور به بازخرید اصل اوراق نخواهد شد (مگر وقتی که نکول بانی رخ داده باشد که مستلزم بازخرید اوراق است).

۳،۴،۲. اولویت‌بندی^۲

دارندگان صکوک بدون سررسید معمولاً در مقایسه با سایر طلبکاران ممتاز بانی، در اولویت بازپرداخت پایین‌تری قرار دارند. در صورت انحلال بانی، صکوک بدون سررسید به‌عنوان یک بدهی بدون اولویت معمولی محسوب شده اما نسبت به سهام عادی و سهام ممتاز شرکت بانی از اولویت بالاتری برخوردار است.

۳،۴،۳. اختیار خرید

اکثر صکوک بدون سررسیدی که منتشر می‌شود دارای شرط یا اختیار خرید به نفع بانی است؛ بدین معنا که به بانی (و نه سرمایه‌گذار) این اجازه و اختیار را می‌دهد که پس از گذشت مدت‌زمان معینی بتواند اوراق خود را بازخرید کند. خاطرنشان می‌شود بانی هیچ‌گونه تعهدی مبنی بر بازخرید اوراق نداشته و صرفاً با توجه به شرایط، حق و اختیار بازخرید اوراق را دارد. اکثر این اوراق معمولاً بعد از پنج سال قابل بازخرید هستند؛ بدین معنا که بانی صکوک می‌تواند اوراق را به قیمت معین و در تاریخ مشخص، بازخرید کند.

۳،۴،۴. جذب زیان بالقوه^۳

یکی از ویژگی‌های صکوک بدون سررسید این است که این نوع صکوک از طلبکاران دارای اولویت بانی حفاظت کرده و یک ضربه‌گیر برای جذب زیان‌های بالقوه ناشی از فعالیت‌های بانی محسوب می‌شود. ماهیت صکوک بدون سررسید غالباً به‌عنوان حقوق مالکانه شناخته می‌شود تا بدهی بانی؛ بنابراین به بانی این اجازه را می‌دهد که این اوراق را به‌عنوان سرمایه (و نه بدهی) در ترازنامه خود قرار دهند. این کار موجب می‌شود نسبت بدهی به حقوق مالکانه شرکت کاهش یابد. این ویژگی بانک‌های اسلامی را تشویق می‌کند که صکوک بدون سررسید را منتشر کنند تا به آن‌ها کمک کند که الزامات کفایت سرمایه مقررات بازل سه را رعایت نمایند. ساختاردهی

¹ Permanence /perpetuity

² Subordination /Ranking

³ Loss Absorption

صکوک بدون سررسید می‌تواند با هدف افزایش کیفیت سرمایه رکن اول (Tier 1) بازل با رعایت شرایط کلیدی زیر که توسط کمیته بازل تصریح شده است، صورت پذیرد (Basel Committee on Banking Supervision, 2011, p 15-17):

- دارای اولویت پایین‌تر نسبت به سپرده‌گذاران، طلبکاران عمومی و سایر دارندگان بدهی بدون اولویت بانک باشند (یعنی صرفاً نسبت به سهام اولویت بالاتری داشته باشند).
- جذب زیان‌ها به صورت مداوم صورت پذیرد.
- تضمین بانک یا هر نهاد حقوقی مرتبط را که می‌تواند سبب تقویت اولویت این نوع بدهی در برابر طلبکاران بانکی شود، نداشته باشد.
- ذاتاً بدون سررسید باشد (یعنی بدون تاریخ سررسید و تاریخ بازپرداخت زمان‌بندی شده) و شرایطی که انگیزه برای بازخرید ایجاد کند نداشته باشد.
- ممکن است بعد از حداقل پنج سال با رعایت یکسری شرایط، قابل بازخرید از سوی بانک باشد:
 - برای اعمال اختیار خرید بانک باید تأییدیه نهاد ناظر را دریافت کند.
 - بانک نباید اقدامی نماید که سبب ایجاد انتظار برای اعمال بازخرید شود.
 - هر بازپرداخت اصل (بابت بازخرید اوراق) باید با تأیید نظارت قبلی باشد.
 - کوپن / سود نقدی کاملاً اختیاری و غیر تجمعی باشد.
 - توزیع سود باید مرتبط با رتبه‌بندی اعتباری بانک باشد.
 - ابزارها نمی‌توانند سبب افزایش بدهی‌ها به بیش از دارایی‌ها شود.
 - بانک و نهادهای مرتبط با بانک نمی‌توانند ابزار را خریداری کنند.
 - ابزار می‌تواند به‌طور غیرمستقیم از طریق نهاد واسطه^۱ منتشرشده و عواید باید فوراً در دسترس بانی قرار گیرد.

۵.۴.۳. سود افزاینده^۲

صکوک بدون سررسید شبیه ساختارهای متعارف صکوک، منابع درآمدی ثابت و قابل پیش‌بینی را ارائه می‌کند که از ابتدا به صورت نرخ سود ثابت پرداخت می‌شود. با این حال، بعد از فرارسیدن اولین تاریخ فراخوان جهت بازخرید^۳، صکوک بدون سررسید منتشره توسط شرکت‌ها^۴، عموماً دارای ویژگی سود فزاینده هستند؛ بدین معنی که نرخ سود پس از فراخوان مورد تجدید نظر و افزایش قرار گرفته تا با افزایش هزینه مالی بانی، این انگیزه را در وی ایجاد کند که اختیار خرید خودش را در تاریخ فراخوان اول اعمال نماید.

۶.۴.۳. تأخیر در پرداخت سود^۵

صکوک بدون سررسید در معرض انواع متفاوتی از ریسک است. شاید این گونه تصور شود که دوره صکوک بدون سررسید آن قدر طولانی است که امکان بروز ریسک اعتباری کم است، اما با گذشت زمان، بانیان صکوک شامل دولت‌ها و شرکت‌ها ممکن است دچار مشکلات

^۱ SPV

^۲ Step-up Profit

^۳ Call Date

^۴ غیر از بانک‌های اسلامی که صکوک بدون سررسید را جهت تطبیق با الزامات سرمایه‌ای رکن اول بازل ۳ منتشر کرده‌اند.

^۵ Profit Deferral

مالی شده و نتوانند تعهدات مالی خود را ایفا کنند و حتی ورشکست شوند. بنابراین بانی باید این توانایی را داشته باشد تا پرداخت سود را بدون نکول به تعویق بیندازد. حالت‌های متفاوت حق تأخیر در پرداخت سود می‌تواند به صورت تعویق اختیاری در مقابل اجباری و همچنین جمع‌شونده^۱ (سود معوق تجمیع شود) در مقابل غیر جمع‌شونده باشد.

۵,۳. مورد کاوی انتشار صکوک بدون سررسید در کشورهای اسلامی

همان‌طور که توضیح داده شد، صکوک مادام‌العمر به دو صورت قابلیت انتشار دارد. حالت اول توسط بانک‌های اسلامی صورت می‌پذیرد که بیشتر برای رعایت الزامات مقررات بازل سه است. در حالت دوم شرکت‌ها برای تأمین مالی خود صکوک بدون سررسید را منتشر می‌کنند. در ادامه یک مورد از صکوک‌های منتشرشده توسط بانک‌های اسلامی و یک مورد صکوک‌های انتشاریافته توسط شرکت‌ها مورد کاوی شده است.

۱,۵,۳. بررسی موردی صکوک مادام‌العمر منتشره توسط بانک اسلامی

در ۱۴ ژانویه ۲۰۱۵ بانک اسلامی دبی^۲ یک میلیون دلار صکوک مادام‌العمر خود را که مطابق با قوانین بازل سه طراحی شده بود، منتشر کرد. هر چند که در ابتدا نرخ سود اولیه مورد انتظار در حدود ۷ درصد تخمین زده شده بود، تقاضای بالا منجر به تعیین نرخ ۶,۷۵ درصدی گردید. عواید خالص صکوک رکن یک^۳ به روش مضاربه توسط بانک اسلامی دبی (به عنوان مضارب) به صورت پیوسته در فعالیت‌های کسب و کار عمومی‌اش سرمایه‌گذاری می‌شد. مشخصات انتشار این اوراق در جدول ۲ ذکر شده است (DIB Tier 1 Sukuk) (Prospectus, 2016).

جدول ۲. مشخصات صکوک بدون سررسید بانک اسلامی دبی

بانی	DIB Tier 1 Sukuk 2 Ltd
فعالیت اولیه بانی	بانکداری تجاری و خرده‌فروشی، بانکداری شرکتی، دارایی واقعی و قراردادهای مالی، سرمایه‌گذاری بانکی و خزانه
حجم انتشار	۱ میلیارد دلار
تاریخ انتشار	۲۰ ژانویه ۲۰۱۵ (۳۰ دی ۱۳۹۳)
نرخ بازده	۶,۷۵٪ به صورت سالانه که هر ۶ ماه پرداخت می‌شود
مدت زمان	مادام‌العمر، بعد از ۶ سال قابل بازخرید
دارایی مشخص شده	مجموعه قراردادهای مضاربه بانک
دلیل انتشار	افزایش رتبه دارایی‌های سرمایه‌ای بانک اسلامی دبی
رتبه‌بندی	بدون رتبه
درج شده	در بورس اوراق بهادار ایرلند و نزدک دویی

¹ Cumulative

² Dubai Islamic Bank (DIB)

³ Tier 1 Sukuk

۲,۵,۳. بررسی موردی صکوک مادام‌العمر منتشرشده توسط شرکت‌ها

شرکت هواپیمایی مالزی^۱ در ۳۱ مارس ۲۰۱۶ صکوک مادام‌العمر خود را بر پایه قراردادهای مشارکت و مساومه منتشر کرد. با وجود اینکه قرارداد مشارکت ویژگی‌های حقوق مالکانه و بدون سررسید بودن را دارا است، قرارداد مساومه^۲ پرداخت‌های منظم و ثابت به دارندگان صکوک را تضمین می‌کند. در جدول ۳ مشخصات انتشار این صکوک توضیح داده شده است.

جدول ۳. مشخصات صکوک بدون سررسید شرکت هواپیمایی مالزی

بانی	شرکت هواپیمایی مالزی
فعالیت اولیه بانی	فعالیت‌های مرتبط با صنعت حمل‌ونقل هوایی
حجم انتشار	۱,۵ میلیارد رینگیت
قرارداد شرعی	مشارکت و مساومه
زمان‌بندی پرداخت سود	۶ ماهه
مدت‌زمان	مادام‌العمر
دلیل انتشار	تأمین مالی حداقل سرمایه کاری و نیازهای دیگر سرمایه‌گذاری شرکت
رتبه‌بندی	بدون رتبه‌بندی
درج‌شده	بدون درج

۴. تحلیل فقهی صکوک مادام‌العمر

به نظر می‌رسد صکوک ترکیبی در شکل صکوک مادام‌العمر در مقایسه با سایر صکوک‌های متعارف، دارای ساختار پیچیده‌تری هستند. در تحلیل فقهی صکوک مادام‌العمر لازم است موارد زیر از منظر شرعی مورد بررسی و دقت نظر قرار گیرد: نامعین بودن دوره سررسید، تأخیر در پرداخت سود یا توزیع دوره‌ای آن، ساختار اولویت‌بندی در پرداختی‌ها و اختیار بازخرید برای بانی (Malaysia Airlines Berhad Perpetual Sukuk Prospectus, 2016).

۱,۴. تحلیل فقهی عدم تعیین سررسید^۳ در صکوک مادام‌العمر

صکوک مادام‌العمر سررسیدی ندارد و تنها ممکن است بانی اوراق این حق و اختیار را داشته باشد که پس از گذشت یک دوره زمانی مشخص (معمولاً پنج سال)، اوراق را بازخرید کند. در صکوک مادام‌العمر به‌طور معمول از قراردادهای مضاربه و مشارکت برای شکل‌دهی شراکت و مالکیت میان بانیان و سرمایه‌گذاران در یک پروژه یا کسب‌وکار معین استفاده می‌شود. سؤالی که اینجا مطرح می‌شود این است که آیا به لحاظ شرعی داشتن سررسید برای صحت این قراردادها ضروری است یا همان‌طور که از اسم این اوراق مشخص است، مادام‌العمر بودن آن‌ها از نظر شریعت صحیح است. فقهای اهل تسنن اختلاف دیدگاه‌هایی در تعیین دوره مشخص برای قرارداد مضاربه دارند. ابن قدامه^۴ (۱۹۹۴) برای مثال عنوان می‌کند که در قرارداد مضاربه نباید دوره سررسید مشخص شود؛ زیرا تعیین سررسید هدف قرارداد را نقض کرده و آن را از اعتبار ساقط می‌کند (Ibn Qudamah, 1994, p 153). از سوی دیگر، بر طبق نظر فقهای حنفی، طرفین قرارداد مجاز هستند که یک دوره مشخصی برای قرارداد مضاربه مشخص نمایند که در این صورت ماهیت قرارداد الزام‌آور

¹ Malaysia Airlines Berhad (MAB)

^۲ بیع مساومه به معنی داد و ستد کالا بدون اعلام بهای خرید آن از سوی فروشنده است

³ Indeterminate Maturity Period

⁴ Ibn Qudamah

خواهد بود و مضاربه پس از اتمام دوره زمانی، منحل خواهد شد (AL-Musili, 2015, p 3-25). سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) نیز مقرر داشته است که طرفین قرارداد مضاربه ممکن است دوره سررسید معینی را برای مضاربه مشخص نمایند که در این صورت چنین توافقی قرارداد مضاربه را لازم‌الاجرا خواهد ساخت تا زمانی که دوره زمانی به اتمام برسد (AAOIFI, 2015, Standard No.13 (3/4)). مبتنی بر نظر اکثر فقهای مذاهب اسلامی و سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، الزامی به تعیین دوره سررسید در قرارداد مضاربه نیست، ولی اگر شرط دوره سررسید در نظر گرفته شد، قرارداد مضاربه و شرایط و ضوابط آن برای طرفین لازم‌الاجراست.

به‌طور مشابه، در مورد قرارداد مشارکت نیز فقهای اهل تسنن باور دارند تعیین دوره سررسید شرط صحت قرارداد نیست (Nawawi, 2005, p 271). همچنین AAOIFI طبق استاندارد شرعی شماره ۱۲ خود بیان می‌دارد در قرارداد مشارکت الزام شرعی برای تعیین دوره سررسید وجود ندارد (AAOIFI, 2015, Standard No.12).

جمع‌بندی این‌که بر اساس نظر فقهای اهل تسنن، هیچ الزام شرعی برای مشخص نمودن تاریخ سررسید در قراردادهای مشارکت و مضاربه وجود ندارد و این دو قرارداد جهت طراحی صکوک مادام‌العمر مناسب هستند.

در ادامه تعیین قید مدت در قراردادهای مشارکت و مضاربه از منظر فقه امامیه موردبررسی قرار می‌گیرد. با توجه به این‌که مضارب در عقد مضاربه ملزم به انجام تعهد معاملات تجاری است، مدت‌زمانی که مضارب اختیار چنین عملی را پیدا می‌کند، قابل‌توجه است. از منظر فقه امامیه، عقد مضاربه را از حیث مدت می‌توان به دو قسم تقسیم نمود: یا در مضاربه برای تجارت مدت معین‌شده یا مدت معین نشده است. چنانچه ماده‌ی ۵۲۲ قانون مدنی به این مورد اشاره نموده که از دیدگاه قانون‌گذار، تعیین مدت در عقد مضاربه برخلاف نظر برخی از فقیهان امامیه شرط صحت مضاربه نیست و تعیین مدت در عقد مضاربه موجب لزوم مضاربه نمی‌شود. یعنی همان‌طور که عقد مضاربه بدون تعیین مدت، عقدی جایز است با تعیین مدت نیز به جواز خود باقی است و در نتیجه هریک از طرفین هر وقت بخواهد می‌تواند آن را فسخ کند و تعیین مدت مانع از فسخ مضاربه نیست (علامه حلی، ۱۴۱۸ ق، ج ۲، ص ۳۳۲؛ محقق حلی، ۱۴۱۸ ق، ج ۱، ص ۱۴۶)؛ بنابراین، تنها اثری که برای تعیین مدت در مضاربه می‌توان در نظر گرفت این است که با انقضای مدت، مضاربه خودبه‌خود منتفی گردیده و از بین می‌رود و در نتیجه عامل بعد از انقضای مدت حق تصرف در سرمایه را نداشته و نمی‌تواند به تجارت خود ادامه بدهد (شهید ثانی، ۱۴۱۲ ق، ج ۱، ص ۳۸۱؛ محقق اردبیلی، ۱۳۷۹ ش، ج ۱۰، ص ۲۴۱). درحالی‌که اگر در مضاربه مدت معین نشده باشد، مضاربه به قوت و اعتبار خود باقی خواهد بود مگر اینکه یکی از اسباب انحلال قهری مانند فوت، جنون، سفه و ... رخ دهد یا با اراده یکی از طرفین عقد، فسخ گردد.

به‌طور مشابه در عقد مشارکت نیز بنابر جایز بودن عقد، از منظر فقه امامیه تعیین مدت در عقد، الزام‌آور نیست؛ ازاین‌رو، هر یک از شرکا هر زمان که بخواهد می‌تواند عقد را فسخ کند. البته در صورت عدم فسخ، تصرف در مال مشترک، بعد از پایان اجل، منوط به اجازه جدید است (نجفی، ۱۳۶۲ ش، ج ۲۶، صص ۳۰۷-۳۰۸).

در عقد وکالت نیز طبق نظر مشهور فقها این امکان وجود دارد که ضمن عقد خارج لازم، امکان عزل وکیل و فسخ قرارداد سلب شود که اصطلاحاً وکالت بلاعزل نامیده می‌شود. بنابراین در صکوک وکالت بدون سررسید، بانی در جایگاه وکیل می‌تواند در فعالیت اقتصادی به مدت نامحدودی فعالیت داشته باشد کما این‌که این امکان وجود دارد که در عقد وکالت بانی یا سرمایه‌گذار اختیار فسخ وکالت را

داشته باشد. ماده ۶۷۹ قانون مدنی نیز بیان می‌دارد: «موکل می‌تواند هر وقت بخواهد وکیل را عزل کند، مگر این که وکالت وکیل و یا عدم عزل در ضمن عقد لازمی شرط شده باشد».

همان‌طور که اشاره شده صکوک بدون سررسید هم توسط بانک‌ها و هم نهادهای و شرکت‌های خصوصی و دولتی قابل انتشار است. هدف بانک‌ها از انتشار این نوع صکوک، رعایت الزامات سرمایه‌ای رکن اول مازاد است که طبق استاندارد بازل ۳ و IFSB-15، ماهیت ابزارهای مورد استفاده در این رکن، به نوعی ماهیت مشارکتی است و به همین خاطر تأکید استاندارد ۱۵ هیئت خدمات مالی اسلامی نیز بر ابزارهای مبتنی بر عقود مشارکتی است. اما برای طراحی صکوک بدون سررسید شرکتی، محدودیتی برای استفاده از ابزارهای مبتنی بر عقود مبادله‌ای نیست، منوط به این که از نظر شرعی امکان عدم تعیین سررسید این ابزارها وجود داشته باشد. صکوک مبتنی بر عقود مبادله‌ای عبارت‌اند از: صکوک مرابحه، صکوک اجاره، صکوک سفارش ساخت، صکوک سلف، صکوک خرید دین یا رهنی و صکوک منفعت و عقود پایه این صکوک عبارت‌اند از: بیع (برای صکوک مرابحه، سلف، خرید دین و رهنی)، اجاره (برای صکوک اجاره و منفعت) و استصناع (برای صکوک استصناع).

در مورد بیع ذکر اجل در عقد برای مبیع یا بهای آن صحیح است؛ لیکن باید معین باشد به گونه‌ای که راهی برای افزایش یا کاهش در آن وجود نداشته باشد. در غیر این صورت، معامله باطل است (نجفی، ۱۳۶۲ ش، ج ۲۳، ص ۹۸-۱۰۰). عقد اجاره نیز عقدی موقت است؛ بدین معنا که تملیک منافع برای مدت معین انجام می‌شود (نجفی، ۱۳۶۲ ش، ج ۲۷، ص ۲۰۵؛ خمینی، ۱۳۸۵ ش، ج ۱، ص ۵۲۶). فقهای مختلف، دیدگاه‌های متفاوتی در مورد عقد استصناع بیان کرده‌اند و این عقد را به عنوان مصداقی از بیع سلف، بیع مستقل، اجاره، قرارداد مستقل و یا به عنوان قرارداد صلح صحیح دانسته‌اند (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، صص ۳۳۶-۳۴۴). کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ماهیت عقد استصناع را بیع مستقل یا عقد مستقل دانسته است (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷، جلسه شماره ۲۵). در مورد بیع تبیین شد که اجل باید معین باشد، اما اگر آن را عقد مستقل در نظر بگیریم در این صورت استصناع عقدی است که به موجب آن، سازنده متعهد می‌شود کالای خاصی را در مدت معین ساخته و به سفارش‌دهنده تحویل نماید و سفارش‌دهنده نیز متعهد می‌شود در قبال آن، بهای مورد توافق را به سازنده بپردازد (هاشمی، ۱۳۷۸ ش، ص ۱۷)؛ بنابراین مدت قرارداد ساخت معین خواهد بود. جمع‌بندی این که در عقود مبادله‌ای ذکر شده، تعیین مدت موضوعیت داشته و عدم ذکر آن سبب بطلان قرارداد می‌شود.

۲.۴. تحلیل فقهی تأخیر در توزیع مقدار سود دوره‌ای^۱ صکوک مادام‌العمر

یکی از ویژگی‌های صکوک مادام‌العمر که باعث می‌شود شبیه حقوق صاحبان سهام محسوب شود این است که در این نوع صکوک، امکان تأخیر در پرداخت سود دوره‌ای به دارندگان اوراق وجود دارد. با توجه به این نکته، بانی ممکن است بنا به صلاحدید، تمام یا بخشی از پرداختی‌ها را در زمان مقرر یعنی در مقاطع سررسید دوره‌ای پرداخت کند و یا اینکه پرداختی‌ها را با اعلان قبلی به دارندگان صکوک، به تأخیر بیندازد. تعویق تاریخ توزیع سود دوره‌ای نباید واقعه انحلال مضاربه یا مشارکت را منجر شود.

بر اساس احکام شرعی، در قراردادهای مضاربه و مشارکت، همه شرکا حق دریافت سود محقق شده را در زمان توزیع سود دارا می‌باشند. تعیین سهم هر یک از شرکا از مقدار سود محقق شده باید به‌طور مشخص بیان شده و در زمان انعقاد قرارداد مورد توافق شرکا قرار گیرد و هنگامی که سود محقق می‌شود، سود باید به نسبت از قبل تعیین شده بین شرکا توزیع شود (نجفی، ۱۳۶۲ ش، ج ۲۶، ص ۳۶۴).

^۱ Periodic Distribution

خمینی، ۱۳۸۷ ش، ج ۱، ص ۵۵۸). در صورتی که شرکا در هنگام عقد قرارداد و قبل از شروع پروژه با یکدیگر توافق کنند که بانی این حق را دارد که بنابر تشخیص خود سود را در هنگام تحقق پرداخت کند و یا این که آن را به تأخیر بیندازد، در این صورت تأخیر در پرداخت سود محقق شده به دیگر شرکا، مخالف مقتضای عقد نیست و چنین شرط ضمن عقدی اگر مورد توافق طرفین قرارداد باشد، بر اساس حدیث «المسلمون (المؤمنون) عند شروطهم» از نظر شرعی صحیح است. استاندارد شرعی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) در مورد تعویق سود در قرارداد مشارکت این گونه عنوان می کند:

«این امکان وجود دارد بر اساس قوانین و مقررات مؤسسه و یا تصمیم شرکا _ سود شرکت توزیع نشود. همچنین این اجازه به بانی داده می شود که به صورت دوره ای نسبت مشخصی از سود به عنوان ذخیره انحلال^۱ یا ذخیره برای جبران زیان سرمایه ای^۲ (ذخیره ریسک سرمایه گذاری) یا به عنوان ذخیره برابری سود^۳ کنار گذاشته شود» (AAOIFI, 2015, Standard No.12).

۳،۴. تحلیل فقهی اولویت بندی پایین تر^۴ صکوک مادام العمر

در ساختار صکوک مادام العمر این اصل وجود دارد که طلب دارندگان چنین صکوکی در رتبه پایین تری برای پرداخت قرار دارند؛ بدین صورت که در مواقع ضرر و زیان، هیچ گونه اجباری برای پرداخت سود این گونه صکوک وجود ندارد و پرداخت سود آن ها پس از پرداخت بدهی های با اولویت خواهد بود، ولی در مقایسه با پرداخت سود سهام، سود صکوک مادام العمر در رتبه بالاتری قرار دارد و باید زودتر پرداخت بشود.

از منظر فقهی، رابطه حقوقی حسابداری دارندگان اوراق با بانی را می توان به دودسته کلی تقسیم نمود. رابطه شرکت با برخی دارندگان اوراق، رابطه بدهکار _ بستانکار است که در اوراق مبتنی بر عقود مبادله ای بدین صورت است. اما رابطه شرکت با برخی دارندگان اوراق رابطه شریک با شریک (صکوک مشارکت) یا عامل با صاحب سرمایه (صکوک مضاربه) است. از منظر فقهی و حقوقی، شرکت در پرداخت تعهدات خود، اولویت و تقدم را باید به اوراقی بدهد که مبتنی بر عقود مبادله ای بوده و شرکت بدهکار محسوب می شود. پس از ادای این دین، نوبت به طلبکارانی می رسد که رابطه شان با شرکت مبتنی بر مالکیت و بر اساس عقود مشارکتی است. حال ممکن است بین دارندگان اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی نیز اولویت در پرداخت تعهدات باشد. آیا چنین اولویت بندی بین دارندگان چنین اوراقی از نظر شرعی صحیح است؟

بر اساس نظر فقیهان اهل تسنن، در مورد صکوک مادام العمر مشارکت، اساساً این امکان وجود ندارد که یکی از شرکا در قرارداد مشارکت دارای اولویت پایین تری در برابر شریک دیگر باشد، یعنی یک شریک در دریافت جریان نقدی (یعنی سود مورد انتظار در تاریخ توزیع دوره ای و سرمایه در پایان) دارای تقدم باشد. بر اساس قاعده «الربح علی ما اصطالحوا علیه، و الوضیعه علی المال» سود مشارکت بر مبنای توافق طرفین و تعلق زیان به نسبت سرمایه صورت می پذیرد. در مورد تسهیم سود و زیان در قرارداد مشارکت، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در سال ۲۰۱۵ در استاندارد شرعی شماره ۱۲ خود عنوان کرده است که تعیین درصد سود هر یک از شرکا نباید موکول به زمان تحقق سود شود، بلکه باید در زمان انعقاد قرارداد مشارکت مشخص شود. با این حال، شرکا

¹ Solvency Reserve

² Reserve for Meeting Losses of Capital

³ Profit Equalization Reserve

⁴ Structural Subordination

ممکن است متقابلاً توافق کنند درصد تسهیم سود را در تاریخ توزیع اصلاح کنند. همچنین یک شریک ممکن است در تاریخ توزیع، از دریافت بخشی از سود خود به نفع شرکای دیگر صرف نظر کند. در مورد زیان نیز اجماع فقهای اهل سنت این است که هر شریک در قرارداد مشارکت باید فقط به نسبت سرمایه‌اش میزان زیان احتمالی را تقبل کند که این بیان فقها به صورت تلویحی اشاره دارد به این که برخی از شرکا مجاز نیست اولویت مشروط در تقبل زیان نسبت به دیگر شرکا داشته باشند و زیان تنها توسط یک شریک یا بخشی از شرکا تقبل شود؛ بنابراین هیچ شریکی نمی‌تواند در اولویت پایین‌تری قرار گیرد تا زیان بیشتری جذب کند. با این وجود، هر شریکی می‌تواند داوطلبانه و بدون شرط پیشینی زیان را در زمان وقوع تقبل کند که در استاندارد شرعی شماره ۱۲ AAOIFI نیز بدان اشاره شده است:

«مجاز نیست یک شریک یا گروهی از شرکا مسئولیت کل زیان یا درصدی از زیان وارده به میزان بیش از سهم/الشرکه‌شان در مشارکت را تقبل کنند. با این وجود، اگر یک شریک بدون هیچ شرط قبلی، در زمان بروز زیان، تقبل نماید که زیان را متحمل شود، چنین اقدامی از نظر شرعی اشکالی ندارد» (AAOIFI, 2015, Standard No.12)

با این وجود بسیاری از فقیهان معاصر اهل تسنن به دارندگان صکوک با اولویت این اجازه را می‌دهند که در دریافت سود و سرمایه نسبت به دارندگان صکوک بدون اولویت، مخصوصاً در مورد صکوک رکن ۱ و ۲ بازل، دارای تقدم باشند. در این حالت، دارندگان صکوک بدون اولویت با دادن حق تقدم به دارندگان صکوک با اولویت در دریافت سود و اصل، از حقشان صرف نظر می‌کنند. به عنوان نمونه، شورای مشورتی شریعت کمیسیون بورس اوراق بهادار مالزی، مصوبه‌ای را راجع به تعویق توزیع سود به دارندگان صکوک بدون اولویت منتشر کرده است که طی آن شورای مشورتی عنوان کرده است که تعویق توزیع سود به دارندگان صکوک بدون اولویت بر اساس سیره و مبتنی بر مفهوم اسقاط حق^۱ و تراضی^۲ میان دارندگان صکوک با اولویت و بدون اولویت مجاز و صحیح است؛ بدین صورت که:

الف) اگر قرارداد مشارکت میان دارندگان صکوک با اولویت و بدون اولویت وجود داشته باشد، مفهوم اسقاط حق کاربرد دارد.

ب) اگر قرارداد مشارکت میان دارندگان صکوک با اولویت و بدون اولویت وجود نداشته باشد، مفهوم تراضی میان آن‌ها کاربرد دارد (Securities Commission Malaysia, 2016, p5).

از منظر فقه امامیه به مقتضای اصل اولی شرکت، زیان برحسب سرمایه تقسیم می‌شود، اما اگر ضمن عقد شرط کنند ضرر احتمالی را یک یا چند نفر از شرکا جبران کنند اشکالی ندارد (موسوی خمینی، بی‌تا، ج ۲، ص ۲۵۱، سؤال ۲۰). حضرت امام خمینی (ره) در جواز تعهد ضرر احتمالی در قرارداد شرکت، می‌فرماید: «اگر قرار بگذارند که همه استفاده را یک نفر ببرد صحیح نیست، ولی اگر قرار بگذارند که تمام ضرر یا بیشتر آن را یکی از آنان بدهد، شرکت و قرارداد هر دو صحیح است» (خمینی، ۱۳۸۷، ج ۲، ص ۲۵۷، مسئله ۲۱۴۷). البته برخی از فقها چنین شرط و قراری را باطل می‌دانند، هرچند معتقدند اصل شرکت صحیح است و اگر سود و زیانی حاصل شود، طبق سرمایه تقسیم می‌شود (همان). در قرارداد مضاربه، عامل امین است و اگر بدون افراط و تفریط او، هر نوع خسارتی رخ دهد، همه بر عهده مالک است و عامل ضامن نیست و اگر مالک شرط کند که عامل همان‌طور که در سود شریک می‌شود، در خسارت نیز شریک شود، در صحت چنین شرطی اختلاف نظر وجود دارد و قول معروف آن است که شرط باطل است. اما اگر شرط کند که در صورت وقوع

¹ Tanazul (Waive of Rights)

² Mutual Consent

خسارت، عامل کل یا بخشی از آن را از مال خودش جبران کند، چنین شرطی صحیح است و اگر در ضمن عقد خارج لازمی چون صلح باشد، لازم الوفاست (موسوی خمینی، ۱۳۸۵ ش، ج ۱، ص ۵۸۰، مسئله ۱۴؛ خمینی، ۱۳۸۷ ش، ج ۲، ص ۲۶۴-۲۷۲).

در مورد کیفیت تقسیم سود، اگر توافق خاصی بین شرکا نباشد، همانند زیان، سود نیز به نسبت سرمایه هر یک از شرکا تقسیم می‌شود، اما اگر کیفیت خاصی جهت تقسیم سود شرط شود، تقسیم سود بر اساس توافق خاص جایز است (موسوی خمینی، ۱۳۸۵ ش، ج ۱، ص ۵۷۵، مسئله ۱۰)؛ یکی از این توافقی‌ها می‌تواند در مورد تقدم دریافت سود در صکوک با اولویت نسبت به صکوک بدون اولویت باشد؛ بنابراین بانی می‌تواند پرداخت سود به اوراق بدون اولویت را تا دوره‌های بعد به تأخیر اندازد.

بحث اولویت‌بندی به منزله شرط ضمن عقد شرکت است و تا زمانی که مخالف کتاب و سنت و مقتضای عقد نباشد، اشکالی ندارد. بنابراین این امکان وجود دارد که دارندگان صکوک بدون اولویت (مانند دارندگان صکوک مادام‌العمر) نسبت به دارندگان صکوک با اولویت شرکت، اولویت در جذب و تقبل زیان و خسارت وارده داشته و همچنین دارای اولویت پایین‌تری در دریافت سود باشند. این اولویت‌بندی در قالب اسقاط حق^۱ قابل توجیه است؛ بدین معنا که برخی شرکا در شرایط خاصی از حق خود جهت دریافت سود صرف‌نظر کنند. مشهور فقهای امامیه برای حق در مقایسه با حکم سه ویژگی را بر شمرده‌اند: الف) اسقاط پذیری حق؛ ب) نقل‌پذیری حق؛ ج) انتقال‌پذیری حق (انصاری، ۱۴۱۰ ق، ص ۲۲۴؛ یزدی، ۱۳۷۸ ق، ص ۵۶؛ خوانساری، ۱۴۲۴ ق، ص ۱۰۷-۱۰۸). اولین و مهم‌ترین اثر و ویژگی حق، قابل اسقاط بودن آن است؛ بدین معنا که برای هر صاحب حقی، امکان اسقاط حقی وجود دارد. اسقاط‌پذیری حق، از مسلمات فقهی است و فقهای متقدم و متأخر در مورد آن اتفاق نظر دارند و تردید در آن وجود ندارد که از جمله دلایل آن می‌توان به سنت، اجماع و مقتضای مفهوم حق اشاره نمود و از نظر مشهور فقها فارق اصلی برای تمیز حق از حکم این سه ویژگی است؛ البته برخی فقها ویژگی‌های دیگری نیز برای تمایز اضافه نموده‌اند (محقق داماد، ۱۳۸۱، ص ۲۸۷). فرض اصلی این است در هر حقی حداقل یکی از آثار سه‌گانه فوق وجود دارد، بنابراین اگر حقی قابل اسقاط، نقل‌وانتقال نباشد، دیگر آن از قبیل احکام خواهد بود (فروغی، ۱۳۹۱، ص ۲).

اولین و مهم‌ترین اثر و ویژگی حق، قابل اسقاط بودن آن است؛ بدین معنا که برای هر صاحب حقی، امکان اسقاط حقی وجود دارد. این ویژگی از سوی مشهور فقها به عنوان ضابط اصلی در تمیز بین حق و حکم اشاره شده است و از مسلمات فقهی است و فقهای متقدم و متأخر در مورد آن اتفاق نظر دارند و تردید در آن وجود ندارد. از جمله شهید اول در این باره آورده است:

«ضابط در حق این است که هر آنچه اسقاط آن جایز است پس آن حق است و آنچه این‌گونه نیست مانند تحریم ربا و بیع غرر حق نمی‌باشد» (شهید اول، بی‌تا، ص ۴۳).

شیخ انصاری نیز در کتاب مکاسب در بحث مسقطات خیار مجلس می‌فرماید:

«قاعده مسلم آن است که برای هر صاحب حقی اسقاط حقی باشد» (انصاری، ۱۴۱۰ ق، ص ۲۲۸)

آیت‌الله حکیم نیز با اشاره به عبارت شیخ انصاری، آن را یک قاعده عقلی دانسته است (حکیم، بی‌تا، ص ۸).

محقق اصفهانی نیز می‌فرماید:

«انصاف این است که هیچ موردی نمی‌یابیم که حق بودن آن مسلم و قطعی باشد و در قاب اسقاط بودن آن تردید شود»

(غروی اصفهانی، ۱۴۲۵ ق، ص ۵۱-۵۲)

^۱ اسقاط حق، عملی است ارادی و در قلمرو اعمال حقوقی قرار می‌گیرد. این ویژگی اسقاط حق را از موارد زوال قهری آن جدا می‌کند؛ زیرا در دسته اخیر، اراده صاحب حق در از بین بردن آن دخالتی ندارد.

مشهور فقها درباره اسقاط حق اعتقاد دارند که از جمله ایقاعات است (شهید اول و ثانی، بی تا، ص ۱۹۳). بنابراین اسقاط انشای یک طرفه است که تحقق آن نیاز به قبول طرف دیگر ندارد. در ادبیات حقوقی اسقاط حق با عنوان زوال حق طرح می گردد و بر دو قسم است: الف) زوال ارادی و ب) زوال قهری. اما اسقاط حق در واقع همان زوال ارادی حق است که در قلمرو ایقاع به عنوان یکی از اعمال حقوقی قرار می گیرد و به صاحب حق این اجازه را می دهد از حق خود صرف نظر کند (کاتوزیان، ۱۳۸۵، ص ۳۰۷).

۴.۴. تحلیل فقهی اختیار بازخرید در صکوک بدون سررسید

از نظر فقهی اگر بازخرید اوراق به معنای فسخ قرارداد و ابطال اوراق باشد، مبنای بازپرداخت، قیمت اسمی اوراق خواهد بود و اگر ضمن عقد لازم شرط شده باشد، از نظر مشهور فقها و قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران لازم الوفا است. اصطلاح فقهی مرتبط با شرط فسخ در قرارداد، خيار شرط است که عبارت است از اختیاری که در ضمن عقد برای یکی از طرفین عقد، هر دو یا شخص ثالثی قرار داده می شود تا بتوانند در مدت معینی معامله را فسخ کنند (نجفی، ۱۳۶۲ ش، ج ۲۳، ص ۶۲؛ شیخ انصاری، ۱۴۱۰ ق، ج ۵، ص ۱۱۱؛ موسوی خمینی، ۱۴۱۶ ق، ج ۱، ص ۴۷۷؛ قانون مدنی، ماده ۳۹۹). در صورتی که بانی صکوک بدون سررسید، اختیار بازخرید اوراق را پس از زمان مشخصی مثلاً پنج سال داشته باشد، بدین معنا خواهد بود که بانی این حق و اختیار (و نه اجبار) را خواهد داشت که در زمان تعیین شده اوراق را بازخرید و معامله را فسخ نماید. در مورد عقود جایز مانند عقد مشارکت، مضاربه و وکالت که مبنای طراحی صکوک بدون سررسید هستند، طرفین هر زمان که بخواهند می توانند عقد را فسخ کنند. برای اینکه دارندگان صکوک بدون سررسید، حق فسخ نداشته باشند و اختیار فسخ بانی نیز صرفاً محدود به زمان مشخصی باشد، نمی توان در ضمن خود همان عقد، اختیار فسخ را سلب کرد؛ زیرا این شرط خلاف مقتضای عقد است و شرطی که خلاف مقتضای عقد باشد باطل بوده و اثری ندارد. همچنین عقد نسبت به شرط تقدم دارد فرد می تواند قرارداد را فسخ کند و وقتی قرارداد فسخ شد شرط آن از بین می رود؛ پس در صورتی که در ضمن خود عقد جایز، شرط عدم فسخ مقرر شود فایده ای مترتب نخواهد بود. برای التزام طرفین عقد جایز، راهکار این است که در ضمن یک عقد خارج لازم (مانند صلح) (موسوی خمینی، ۱۴۱۶ ق، ج ۱، ص ۷۱۰)، طرفین شرط کنند که حق فسخ دارندگان اوراق ساقط شده و حق فسخ بانی اوراق نیز صرفاً محدود به زمان مشخصی باشد.

اگر بازخرید اوراق قبل از سررسید به معنای خرید مجدد اوراق باشد، در این صورت ماهیت بازخرید، بسته به ماهیت فقهی عقد پایه هر اوراق متفاوت خواهد بود. در یک دسته بندی صکوک را می توان به سه دسته کلی زیر تقسیم نمود:

الف) **صکوک مبتنی بر دین مانند اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی.** ماهیت این اوراق، دین است و دارندگان اوراق مالکان مشاع دارایی دینی هستند، بنابراین بازخرید اوراق توسط بانی به معنای تنزیل دین توسط خود مدیون (بانی) است. طبق نظر فقیهان امامیه و مشهور فقیهان اهل سنت فروش دین حال یا مؤجل به خود مدیون در صورتی که ثمن حال باشد جایز است، چون مصداق بیع است و منعی از آن نشده است (موسوی، ۱۳۸۱، صص ۷۵-۸۸؛ زحیلی، ۲۰۰۲، صص ۲۰۵، ۲۰۶، ۲۰۸ و ۲۱۱؛ وزارت الاوقاف و الشئون الاسلامیه، ۱۴۱۴ ق، ص ۱۲۷-۱۲۸).

ب) **صکوک مبتنی بر دارایی عینی مانند اوراق اجاره، مشارکت، مضاربه، سلف.** در این اوراق دارندگان اوراق مالکان مشاع دارایی عینی هستند. به عنوان نمونه بازخرید اوراق اجاره توسط بانی، به معنای تملیک زودتر از موعد دارایی ای خواهد بود که قبلاً بانی به دارندگان اوراق فروخته و سپس اجاره به شرط تملیک کرده است. در اوراق مشارکت، بازخرید به معنای خرید سهم الشرکه دارندگان اوراق خواهد بود (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق مشارکت مصون از تورم). همچنین در

اوراق مضاربه، بازخريد به معنای خريد موضوع مضاربه در تاريخ مشخص و به قيمت مشخص خواهد بود (دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه، ماده ۱۸).

ج) صكوك مبتنى بر منافع و خدمات يك دارايى عينى مانند صكوك منفعت. در اين اوراق بازخريد به معنای خريد مجدد منافعى خواهد بود كه واگذار شده است كه به معنای اتمام قرارداد منفعت خواهد بود. خاطرنشان مى شود در تمام اين اوراق قيمت بازخريد مى تواند به قيمت روز و يا از پيش تعيين شده باشد. البته بايد توجه داشت بازخريد اوراق مبتنى بر دين بايد به قيمت اسمى يا كمتر از آن باشد.

۵. جمع بندى و نتيجه گيرى

با توجه به مباحث مطرح شده در اين پژوهش، يكى از راه كارهاى افزايش كارايى و ارتقاء بازار سرمايه، افزايش تنوع ابزارهاى مالى متناسب با اهداف، انگيزه و سلايق مختلف بانيان و سرمايه گذاران است. تاكنون انواع مختلفى از صكوك در بازار سرمايه ايران منتشر شده است كه عموماً داراي سررسيدهاى کوتاه مدت تا ميان مدت بوده است ولى تاكنون صكوك با سررسيدهاى بلندمدت و حتى بدون سررسيد منتشر نشده است. يكى از نوآورى هاى اخير در بازار سرمايه كشورهاى اسلامى، انتشار صكوك مادام العمر است كه شركت ها با هدف تأمين مالى و عموماً بانك هاى اسلامى با هدف تطابق با استانداردهاى بازل ۳ به انتشار اين اوراق مبادرت ورزيده اند.

اين پژوهش ضمن معرفى صكوك مادام العمر، ويژگى ها و مزايای انتشار و بررسى موردى دو نمونه صكوك مادام العمر منتشره توسط شركت ها و بانك هاى اسلامى، به تحليل ابعاد فقهى چنين صكوكى پرداخته و مواردى چون نامعين بودن دوره سررسيد، تأخير در پرداخت سود يا توزيع دوره اى آن و ساختار اولويت بندى در پرداخت ها از منظر مذاهب اهل سنت و مذهب اماميه را موردبررسى قرار داده است. در صورت طراحى صكوك مادام العمر مبتنى بر عقود مشاركت يا مضاربه، عدم تعيين سررسيد خللى در صحت قرارداد ايجاد نخواهد كرد. همچنين در مورد تأخير در پرداخت سود يا توزيع دوره اى آن عنوان شد اگر شركا در هنگام عقد قرارداد و قبل از شروع پروژه با يكديگر توافق كنند كه بانى اين حق را داشته باشد كه بنابر تشخيص خود سود را در هنگام تحقق پرداخت كند و يا اين كه آن را به تأخير بيندازد، در اين صورت تأخير در پرداخت سود محقق شده به ديگر شركا، مخالف مقتضای عقد نيست و چنين شرط ضمن عقدى اگر مورد توافق طرفين قرارداد باشد، از نظر شرعى صحيح است. همچنين در مورد ساختار اولويت بندى در دريافت سود يا تقبل زيان، جمع بندى اين شد كه بحث اولويت بندى به منزله شرط ضمن عقد شركت است و تا زمانى كه مخالف كتاب و سنت و مقتضای عقد نباشد، اشكالى ندارد. در واقع دارندگان صكوك بدون اولويت (مانند دارندگان صكوك مادام العمر) در شرط ضمن عقد حق دريافت سود را از خود ساقط کرده و مى پذيرند كه نسبت به دارندگان صكوك با اولويت، داراي اولويت پايين ترى در دريافت سود باشند. همچنين تقدم در جذب زيان و خسارت وارده را نيز مى پذيرند.

صكوك مادام العمر به دليل نداشتن تاريخ سررسيد و عدم نياز به بازپرداخت اصل مبلغ اوراق توسط بانى، داراي جذابيت فراوانى براى بانيان بخش خصوصى و بخش دولتى خواهد بود و انتشار چنين اوراقى به طور قطع با تسهيل تأمين مالى شركت ها، جذب بيشتر نقدينگى و بهبود وضعيت كفايت سرمايه بانك ها به توسعه و پيشرفت بازار صكوك ايران كمك شايانى خواهد نمود.

۶. منابع

۱. اعتصامی، سید امیرحسین و سلیمانی، محمد (۱۳۹۶)، بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید (با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی)، *تحقیقات مالی اسلامی*، ۷ (۱)، ۱۹۰-۱۶۳.
۲. انصاری، مرتضی (۱۴۱۰ق)، *کتاب المکاسب*، بیروت: مؤسسه النعمان.
۳. توحیدی محمد و یارمحمدی، رضا (۱۳۹۸)، نوع‌شناسی و طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون، *نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی*، ۸ (۲۸): ۴۱-۷۶.
۴. توحیدی، م و یارمحمدی، ر. (۱۳۹۶). *بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان*، تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی.
۵. حکیم (طباطبائی)، سید محسن (بی‌تا)، *نهج الفقاهه*، چاپ اول، قم: انتشارات ۲۲ بهمن.
۶. خمینی بنی هاشم (۱۳۸۷ش)، *توضیح المسائل مراجع*، دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، چاپ شانزدهم، قم.
۷. خوانساری، آقا موسی (۱۴۲۴ق)، *منیه الطالب فی شرح المکاسب (تقریرات میرزای نائینی)*، چاپ دوم، قم: مؤسسه نشر اسلامی.
۸. الزحیلی، وهبه (۲۰۰۲م)، *المعاملات المالیه المعاصره*، دمشق: دارالفکر.
۹. سروش، ابوزر (۱۳۸۶). بررسی صکوک اجاره. *ماهنامه بورس*، ش ۶۵.
۱۰. شهید اول و ثانی (بی‌تا)، *اللمعه الدمشقیه و الروضه البهیة*، تصحیح و تحشیه: سید محمد کلانتر، بیروت: دارالعالم الاسلامی.
۱۱. شهید اول، محمد بن مکی (بی‌تا)، *القوائد و الفوائد*، تحقیق: دکتر عبدالهادی حکیم، قم: منشورات مکتبه المفید.
۱۲. عاملی، شهید ثانی، زین‌الدین بن علی (۱۴۱۲ق)، *الروضه البهیة فی شرح اللمعه الدمشقیه*، قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
۱۳. علامه حلی، حسن بن یوسف بن مطهر (۱۴۱۸ق)، *قواعد الأحکام فی معرفه الحلال و الحرام*، قم: مؤسسه نشر اسلامی.
۱۴. غروی اصفهانی (کمپانی)، محمد حسین (۱۴۲۵ ق)، *حاشیه‌الکتاب المکاسب*، الطبعة الاولى، قم: پایه دانش.
۱۵. فروغی، علیرضا (۱۳۹۱)، آثار و ویژگی‌های حق از دیدگاه فقه امامیه و قانون مدنی، *دوفصلنامه علمی- پژوهشی دانش حقوق مدنی*، ۱ (۱)، ۱-۱۴.
۱۶. کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۵)، *مقدمه علم حقوق و مطالعه در نظام حقوقی ایران*، چاپ پنجاه و سوم، تهران: شرکت سهامی انتشار.
۱۷. کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۷)، *اوراق استصناع*، جلسه شماره ۲۵.
۱۸. مجلس شورای اسلامی (۱۳۰۷)، *قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران*.
۱۹. محقق حلی، جعفر بن حسن (۱۴۱۸ق)، *المختصر النافع فی فقه الإمامیه*، قم: مطبوعات دینی.
۲۰. محقق داماد، سید مصطفی (۱۳۸۱)، *قواعد فقه بخش مدنی ۲*، چاپ پنجم، تهران: سمت.
۲۱. محقق مقدس اردبیلی، احمد بن محمد (۱۳۷۹ش)، *مجمع الفائدة و البرهان فی شرح إرشاد الأذهان*، قم: مؤسسه نشر اسلامی.

۲۲. موسوی خمینی، روح‌الله (۱۳۸۵ ش)، *تحریر الوسیله*، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)
۲۳. موسوی خمینی، روح‌الله (بی‌تا)، *استفتانات جدید*، ج ۲
۲۴. موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۴۱۶ق)، *تحریر الوسیله*، چاپ پنجم، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۲۵. موسوی، سید باقر (۱۳۸۱)، خرید و فروش دین (تنزیل)، *اقتصاد اسلامی*، ۲ (۷)، صص ۷۵-۸۸
۲۶. موسویان، سید عباس (۱۳۹۱)، *بازار سرمایه اسلامی (۱)*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۷. موسویان، سید عباس و بهاری قراملکی، حسن (۱۳۹۱)، *مبانی فقهی بازار پول و سرمایه*، تهران: دانشگاه امام صادق علیه‌السلام.
۲۸. نجفی، محمدحسن بن باقر (۱۳۶۲ ش)، *جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام*، بی‌جا، بیروت: دار احیاء التراث العربی
۲۹. نظریور، م.، و خزائی، ا. (۱۳۹۱)، طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ش ۵۲، ۱۸۳-۲۰۹.
۳۰. وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية (۱۴۰۴ق)، *الموسوعة الفقهية الكويتية*، چاپ دوم، کویت.
۳۱. هاشمی، سید محمود (۱۳۷۸)، استصناع، *فقه اهل بیت*، شماره ۱۹ - ۲۰.
۳۲. هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۷)، *دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه*.
۳۳. یزدی، سید محمد کاظم (۱۳۷۸ق)، *حاشیه السید*، قم: دارالعلم.
- 1) AAOIFI (2015), *Shariah Standards for Islamic Financial Institutions*. Bahrain: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
- 2) Allama Helli, Hasan Ibn-Yusuf Ibn-Motahar (1997), *Qawa'd al-Ahkam fi Ma'rifah al-Hilal wa al-Haram*, Qom: Islamic Publication Institute. (in Arabic)
- 3) Al-musili, 'Abdullāh ibn Maḥmūd (2015), *Al-Ikhtiyar li Ta'Til al-Mukhtar*, Vol.3. Beirut: Dar al-Fikr al-Arabi. (in Arabic).
- 4) Al-Najafī, Muhammad Hasan (1984), *Jawāhir al-kalām fī sharḥ sharā'i' al-islām*, Beirut: Dar 'Ihya' al-Turath al-'Arabi. (in Arabic).
- 5) Al-Nawawī, Yahyā ibn Sharaf. (2005). *Minhāj al-Ṭālibīn*. Lebanon: Dār al-Minhāj. (in Arabic)
- 6) Al-Zuhaili, Wahba (2002), *Contemporary Financial Transactions*, Damascus: Dar Al-Fekr. (in Arabic).
- 7) Ansari, Morteza (1989), *Al-Makasib Book*, Beirut: Al-Noman Institute. (in Arabic).
- 8) Basel Committee on Banking Supervision (2010/2011), *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Switzerland: Bank for International Settlements.
- 9) CIBAFI (2016), *Tier 1 and Tier 2 Capital Sukuk*, Issue 3, General Council for Islamic Banks and Financial Institutions.
- 10) DIB Tier 1 Sukuk Prospectus (2016), Retrieved from <https://www.sukuk.com/sukuk-new-profile/dib-tier-1-sukuk-2-ltd-3711/#/?playlistId=0&videoId=0>
- 11) Ellias, M., Haron, M., Firdaus Kadir, A., & Salim, N. (2016), Perpetual Sukuk: A Preliminary Shariah Assesment, *ISRA international journal of islamic finance*. (۱) ۴،

- 12) Hakim (Tabatabaie), Seyed Mohsen (n.b), *Nahj Al-Faqaha*, 1th Edition, Qom: 22 Bahman Publication. (in Arabic).
- 13) Ibn Qudamah (1994), *Al-Kafi*. Vol.2. Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyyah. (in Arabic)
- 14) IFSB (2013), IFSB-15: *Revised capital adequacy standard for institutions offering Islamic financial services (excluding Islamic insurance/Takāful institutions and Islamic collective investment schemes)*, Islamic Financial Services Board.
- 15) IIFM (2018), *Sukuk Report 2018*, International Islamic Financial Market.
- 16) ISRA (2015), *Islamic Capital Market: Principles & Practices*, the International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
- 17) ISRA (2017), *Sukuk: principles and practices*, The International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance
- 18) Khansari, Musa (2003), *Monyah Al-Taleb fi Sahrh Al-Makaseb*, 2th Edition, Qom: Islamic Publishing Institute. (in Arabic).
- 19) Kothari, V. (2006) *.Securitization the financial instrument of the future*. Wiley Finance.
- 20) Kuwait Ministry of Awqaf and Islamic Affairs (1984), *Kuwaiti Encyclopedia of Fiqh*, 2th Edition, Kuwait. (in Arabic).
- 21) Malaysia Airlines Berhad Perpetual Sukuk (2016), Retrieved from https://fast.bnm.gov.my/fastweb/public/PublicInfoServlet.do?fileId=201600000010&fileName=REVIS ED%20PTC_LODGEMENT%20KIT.pdf&mode=DOWNLOAD&dlTbl=m&module=Facility
- 22) Mohaghegh Ardabili (2001), *Majma Al-Faida and Al-Burhan*, Qom: Institute of Islamic Publication. (in Arabic).
- 23) Muhaqiq al-Hili, Jaafar Ibn-hasan (1997), *al-Muqasir al-Nafi in the jurisprudence of the Imamate*, Qom: Religious press. (in Arabic)
- 24) Musavi Khomeini, Ruhollah (2007), *Tahrir al-Vasilah*, Tehran: Institute for Organizing and Publishing the Works of Imam Khomeini (PBUH). (in Persian)
- 25) Musavi Khomeini, Ruhollah (n.b), *New Questions on religious matters*, Second Volume.
- 26) Sairally, B.S., Muhammad, M. & Mustafa, M. M. (2013), *Instruments for Meeting Capital Adequacy Requirements under Basel III: A Shariah Perspective*, ISRA Research Paper No. 52/2013. Kuala Lumpur: International Shariah Research Academy for Islamic Finance.
- 27) Securities Commission Malaysia (2016), *Malaysian Islamic Capital Market Bulletin*. Vol. 11, No. 1.
- 28) Shahid Al-thany, Zain Aldin Bin Ali (1991), *Al-Rawdah Al-Bahiyyah in Sharh Al-Lama'a Damascus*, Qom: Publication of Islamic Development Office of Qom Hawzah. (in Arabic)
- 29) Shahid Avval, Mohamamd Ibn Makki (n.b), *Al-Qawaed and Al-Fawaed*, Qom: Maktab Al-Mofid. (in Arabic)
- 30) World Bank Group (2015), *Basel III and Tier 1 Sukuk*, the World Bank Global Islamic Finance Development Center.