

بِسْمِ اللَّهِ
الرَّحْمَنِ
الرَّحِيمِ

صکوک

ابزار تأمین مالی اسلامی



شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

برگرفته از مباحث صکوک حجت الاسلام و المسلمین دکتر سید عباس موسویان



شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

- تأسیس به موجب ماده ۲ دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط مصوب ۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار
- موضوع فعالیت: تأسیس، اداره و راهبری نهادهای واسط موضوع بند «د» ماده ۱ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی بر اساس دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب شورای عالی بورس و سایر مقررات مربوطه، همچنین با رعایت قوانین و مقررات مربوطه می‌تواند نسبت به سایر فعالیت‌ها اقدام نماید.

۲

وظایف شرکت مدیریت دارایی مرکزی در قبال انتشار اوراق صکوک

۱. شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه با توجه به جایگاهی که در بازار سرمایه دارد باید حافظ منافع خریداران اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بوده و بر تمام مراحل اعم از خرید و اجاره دارایی، فروش و بازخرید اوراق، نحوه بکارگیری سرمایه جذب شده با توجه به ماهیت اوراق، نحوه پرداخت سود اوراق و نحوه عملکرد نهادهای واسط و ارکان انتشار اوراق نظارت نماید.



سایر وظایف این شرکت عبارتند از:



۱. ارائه پیشنهاد و راهکار در راستای توسعه ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به سازمان بورس و اوراق بهادار
۲. بررسی شیوه های جدید تأمین مالی پیشنهادی نهادهای مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی
۳. اخذ نتیجه رسیدگی به درخواست دریافت شده از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار برای انتشار صکوک جهت تأسیس نهاد واسط متناسب
۴. بررسی اعتبار فروشنده، بانی و سایر ارکان انتشار و همچنین نحوه احراز مالکیت دارایی موضوع قرارداد و استعلام قیمت روز دارایی و سایر استعلامات لازم با توجه به نوع اوراق از مراجع قانونی
۵. بررسی اعتبار بیمه گر و وثیقه بانی
۶. نظارت بر عقد قرارداد بین ارکان انتشار اوراق
۷. نظارت بر پرداخت سود توسط عامل پرداخت سود(شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه)
۸. گزارش تخلف بانی جهت پرداخت اجاره بها، سود سایر اوراق و انجام اقدامات لازم در صورت تخطی بانی و عامل پرداخت سود در مورد پرداخت سود صکوک
۹. نظارت بر پذیره نویسی و تعهد پذیره نویسی و واریز وجوه حاصل از فروش صکوک
۱۰. نظارت بر خرید دارایی توسط ناشر و اجاره آن به بانی و بررسی دارایی از حیث انطباق با مشخصات ذکر شده و نرخ روز دارایی در مورد اوراق اجاره
۱۱. نظارت بر نحوه فعالیت بانی و همچنین به کارگیری سرمایه جذب شده با توجه به نوع صکوک منتشره
۱۲. قرارداد برون سپاری نهاد واسط با مدیریت دارایی مرکزی جهت امور اداری، تشکیلاتی، مالی و حقوقی
۱۳. نظارت بر قرارداد مابین نهاد واسط و شرکت سپرده گذاری جهت نگهداری از کلیه وثایق، اسناد و مدارک و همچنین عاملیت پرداخت سود



□ شرکت واسط مالی (ناشر)

نهاد مالی است که جهت تامین مالی از طریق عقود اسلامی و با هدف افزایش شفافیت و کاهش ریسک، تأسیس می شود.



تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در بهمن ۱۳۸۸

ماده ۱:	ماده ۱۱:	ماده ۱۲:
امکان استفاده از عقود اسلامی برای تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار	معافیت واسط از پرداخت هر گونه مالیات بر درآمد مربوط به تامین مالی عمومی	معاف بودن درآمدهای حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط

□ مقدمه

بازارهای مالی وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده دارند تا شرایط لازم جهت توسعه و رشد پایدار اقتصادی را فراهم نمایند. در تقسیم‌بندی بازارهای مالی می‌توان به دو بازار پول و سرمایه اشاره نمود. در ذیل به تعریف مختصر دو بازار مذکور می‌پردازیم.

بازار پول: بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یکسال دارند.

بازار سرمایه: بازاری است که ابزارهای مالی بلند مدت با سررسید بیش از یکسال در آن مورد معامله قرار می‌گیرد.

سازمانها، شرکتها و مؤسسات جهت تأسیس، تجهیز و یا گسترش فعالیتهای خود، نیازمند منابع مالی می‌باشند که در بازارهای مالی متعارف این نیاز از طریق انتشار اوراق قرضه مرتفع می‌گردد. اوراق قرضه مبتنی بر قرض با بهره است که از دیدگاه اسلام ربا و حرام بوده، و از این رو نمی‌توان در کشورهای اسلامی از این اوراق جهت تأمین مالی استفاده کرد.



اندیشمندان مسلمان با توجه به اهمیت تأمین مالی شرکتها از روشهای اسلامی، ابتدا به ایجاد نظام بانکداری اسلامی و سپس به فکر طراحی بازار سرمایه اسلامی افتادند. در این میان نقش ابزارهای مالی اسلامی یا صُکوک در نظام تأمین مالی اسلامی بسیار برجسته است.

تعریف ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک)



ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک)، اوراق بهادار با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای مالی هستند که بر پایه‌ی یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده‌اند و دارندگان اوراق به صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آنها می‌باشند. صُکوک جمع صِک به معنای سند و سفته است و مُعَرَّب واژه‌ی چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه داده بر کلیه‌ی انواع حوالجات، تعهدات و اسناد مالی بکار بردند.

تفاوت ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک) با اوراق قرضه (اوراق ربوک با درآمد ثابت)



- ۱- صُکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه‌ی بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که نرخ بهره‌ی وام هم ثابت است و این همان رباست.
- ۲- دارایی موضوع انتشار اوراق صُکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. در حالی که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.
- ۳- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود در حالی که اعتبار صُکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.
- ۴- فروش صُکوک در بازار ثانویه، فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.
- ۵- در صُکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صُکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.



□ مزایای استفاده از ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)

صکوک دارای مزیت‌های متعددی بوده و به عقیده برخی صاحب نظران، این نوع اوراق بهادار اسلامی پُل ارتباطی بین دو بازار پول و سرمایه به‌شمار می‌رود. برخی از عمده مزایای صکوک به شرح زیر می‌باشد:

- ۱- افزایش نقدینگی بانی (تأمین مالی کننده از طریق انتشار صکوک)
- ۲- در صورت انتشار صکوک به پشتوانه‌ی دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند، دارایی‌های مذکور از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
- ۳- علیرغم اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.
- ۴- از آنجا که صکوک با پشتوانه‌ی دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتری است و هزینه‌ی تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد.
- ۵- کمک به توسعه‌ی بازار سرمایه با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار.
- ۶- چنان‌چه برای دادوستد این نوع اوراق بازار ثانویه فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد.

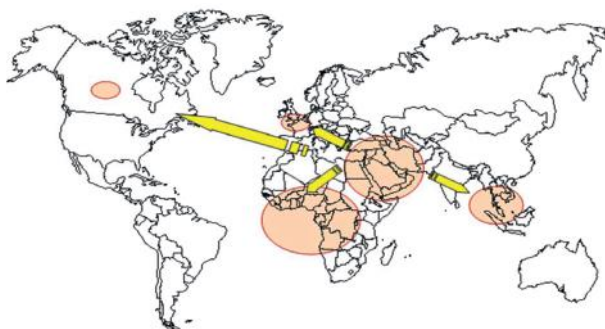
□ تاریخچه و آمار انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)

جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۹۹۴ میلادی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را جهت تأمین مالی پروژه بزرگراه شهید نواب صفوی منتشر نمود. بدلیل عدم اطلاع محققان حوزه‌ی مطالعات مالی اسلامی از این ابداع، ایده‌ی استفاده از ابزارهای مالی اسلامی را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷ میلادی یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت ایران نسبت می‌دهند. بنابراین، ایران به عنوان اولین کشوری بود که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی نمود. البته توسعه‌ی ابزارهای مالی و طراحی انواع مختلف آن توسط سایر کشورهای اسلامی به ویژه کشورهای عربی و مالزی بوده است.

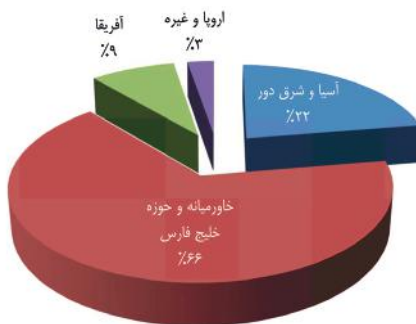


شایان ذکر است از سال ۲۰۰۱ میلادی تا ژانویه ۲۰۱۳ میلادی حدود ۴۷۲/۷ میلیارد دلار صُکوک در جهان منتشر شده که حدود ۳۹۴/۳۶ میلیارد دلار آن صُکوک داخلی کشورها و حدود ۷۸/۳۳ میلیارد دلار آن صُکوک بین‌المللی بوده است.

چشم انداز بازار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در جهان

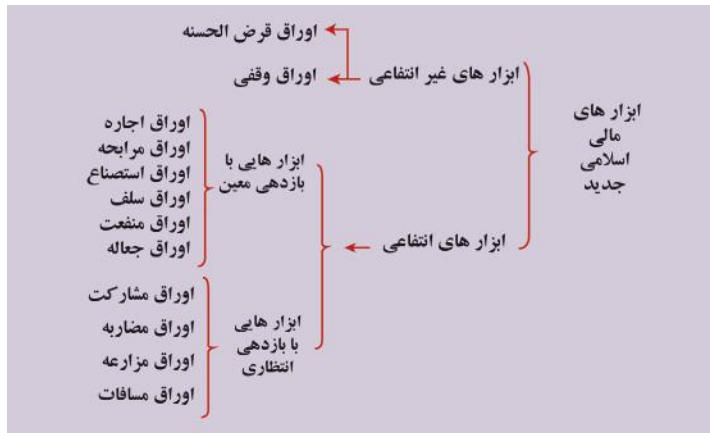


کل صکوک جهانی منتشره بر اساس تقسیم‌بندی منطقه‌ای از ۲۰۰۱ تا ژانویه ۲۰۱۳
(به ارزش ۴۷۲,۶۸۴ میلیون دلار)





□ ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صُکوک)



□ ابزارهای مالی غیر انتفاعی

۱-۱- **اوراق قرض الحسنه:** اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر می‌شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آنها از دارندگان اوراق استقراض می‌کند و به همان مقدار به آنان بدهکار است و بایستی در سررسید معین یا عندالمطالبه به آنان بپردازد.

۱-۲- **اوراق وقفی:** اوراق بهادار با نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین (زمان احداث پروژه) منتشر می‌شود و به واقفینی که قصد مشارکت در طرح‌های عام المنفعه را دارند واگذار می‌گردد.

□ ۱. ابزارهای مالی انتفاعی با سود معین و قابل فروش در بازار ثانوی

۱-۲- **اوراق اجاره:** اوراق بهاداری است که براساس عقد اجاره منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار



اوراق است که اجاره داده می‌شود.

۲-۲- اوراق مرابحه: اوراق بهاداری هستند که دارندگان آن‌ها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است، این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می‌باشند.

۲-۳- اوراق استصناع: اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صُکوک است.

۲-۴- اوراق سَلَف: سَلَف از اقسام بیع و عکس نسبه است. هنگامی که شخصی تولید یا ارایه‌ی کالای معینی را مورد هدف قرار می‌دهد، با انتشار این نوع صُکوک قادر خواهد بود تا منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کند. در واقع سرمایه‌گذاران در این اوراق، کالای مورد نظر را پیش خرید کرده‌اند.

۲-۵- اوراق منفعت: سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده‌ی آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام می‌باشد، که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده‌است.

۲-۶- اوراق جُعالة: اوراق مالکیت مشاع خدمتی است که براساس قرارداد جعالة تعهد انجام و تحویل آن شده است. بعد از پایان خدمت (موضوع جعالة)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه خدمت خواهند بود. نتیجه خدمت ممکن است امتیاز مالی یا دارایی فیزیکی باشد.

۲. ابزارهای مالی انتفاعی با سود انتظاری



۳-۱- اوراق مشارکت: سندی است گویای مالکیت دارنده آن، نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی که متعلق به دولت، شرکت‌های تعاونی یا خصوصی است و تا سررسید اوراق، هر نوع تغییر قیمت دارایی متوجه صاحب اوراق مشارکت است.

۳-۲- اوراق مضاربه: سندی است گویای مالکیت دارندگان آن بطوری که ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده و به عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد، بانی در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان



هر دوره‌ی مالی سود حاصله را براساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند.

۳-۳- اوراق مزارعه: سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر زمین یا زمین‌های زراعی یا دیگر نهاده‌های تولیدی زراعی معین است که به قرارداد مزارعه برای کشت و زرع در اختیار عامل مزارعه گذاشته شده است.

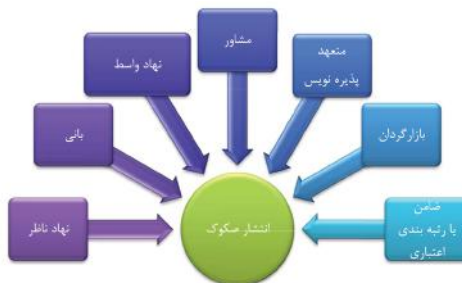
۳-۴- اوراق مساقات: سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغ یا باغ‌های شمر یا دیگر نهاده‌های تولیدی باغی معین است که به قرارداد مساقات برای باغداری در اختیار عامل قرارداد مساقات گذاشته شده است.

کارکرد ابزارهای تأمین مالی اسلامی در بخش‌های مختلف اقتصادی □

کشاورزی	بازرگانی	پیمانکاری	صنعت	دولت	مسکن	بانک	شهرداری
اجاره	مضاربه	سفارش ساخت	اجاره	اجاره	سفارش ساخت	رهتی	اجاره
مراجعه		اجاره	مراجعه	مراجعه	اجاره	اجاره	مراجعه
مشارکت		مراجعه	مشارکت	مشارکت	مراجعه	مشارکت	سفارش ساخت
مزارعه		مشارکت	سلف	استاد خزانه	مشارکت	مراجعه	استاد خزانه



ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) □



[illegible]

Symbol	Price	Change
IBM	171.12	+0.12
MSFT	42.15	+0.05
GOOG	27.09	+0.09
AMZN	22.47	+0.07
FB	23.37	-0.03
Apple	91.66	+1.00
Microsoft	95.61	+0.01
Amazon	26.22	+0.02
Facebook	24.82	+0.02

۵- **فروشنده:** شخص حقوقی است که اقدام به فروش دارایی به نهاد واسط می نماید.

“

۷- عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه‌ی اوراق بهادار اسلامی از طرف ناشر برای فروش اقدام می‌نماید.



۸- عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه‌ی وجوه است نسبت به پرداخت‌های مرتبط با اوراق بهادار اسلامی در سررسیدهای معین به سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید.

۹- عمر اقتصادی: مدت زمانی است که انتظار می‌رود یک دارایی از لحاظ اقتصادی توسط یک یا چند کاربر قابل استفاده باشد یا تعداد تولید یا واحدهای مشابهی که انتظار می‌رود در فرآیند استفاده از دارایی توسط یک یا چند استفاده‌کننده کسب شود.

۱۰- مقررات: منظور قوانین، مصوبات هیئت وزیران، شورای عالی بورس، سازمان و همچنین استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی ابلاغ شده توسط سازمان حسابرسی و مراجع ذیصلاح قانونی می‌باشد.

۱۱- بازارگردان: بازارگردان، کارگزار معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه‌ای است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق و تحدید دامنه‌ی نوسان قیمت آن، به داد و ستد آن اوراق می‌پردازد. بازارگردان نهادی است که در روان نمودن بازار ثانویه اوراق بهادار نقش دارد و زمانی که بازار اوراق بهادار با کساد روبه‌رو گردد این نهاد با خرید و فروش اوراق به روانی بازار کمک می‌کند. بازارگردان موظف است تا در مواقعی که دارنده‌ی اوراق به نقدینگی نیاز دارد و خواهان فروش اوراق خویش در بازار ثانویه است اما به دلیل رکود بازار خریدار مناسبی برای اوراق نمی‌یابد اوراق را از دارنده، خریداری نماید. بازارگردان به تبادل اوراق اشتغال دارد. از یک سو اوراق را خریداری و از سوی دیگر به فروش آن‌ها مبادرت می‌ورزد. از این رو به لحاظ حقوقی بازارگردان مانند هر خریدار دیگر اوراق



عمل می‌نماید، و تفاوت این نهاد با خریدار عادی اوراق در این است که بازارگردان موظف به خرید اوراق در وضع کساد بازار اوراق بهادار است. **۱۲- پذیره‌نویسی:** فرآیند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده‌ی قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است. (بند ۲۸ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار)

۱۳- متعهد پذیره نویسی: شخص (حقوقی) ثالثی است که متعهد به خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت «پذیره‌نویسی» به فروش نرسد. بر اساس این تعریف می‌توان گفت نهاد متعهد پذیره‌نویسی شخصی جدا از خریداران اوراق است و در صورتی که اوراق مطابق پیش‌بینی‌های انجام شده به فروش نرسد، نهاد واسطه موظف خواهد بود تا با انعقاد قرارداد با متعهد پذیره‌نویس مابقی اوراق را به او بفروشد و با استفاده از این روش منابع لازم جهت خرید دارایی مورد نظر را فراهم آورد.



مرور اجمالی بر تعداد از صُکوک عملیاتی شده در بازار سرمایه ایران

صُکوک اجاره

صُکوک اجاره یکی از مهمترین انواع صُکوک می باشد که علمای شیعه و اهل تسنن در مورد مشروعیت آن اتفاق نظر دارند و از نظر این که می تواند عامل توسعه‌ی اقتصادی و عامل ایجاد عدالت اقتصادی باشد مورد قبول اقتصاددانان می‌باشد و همچنین جهت اجرای سیاست‌های پولی و مالی نیز می تواند مورد استفاده قرار گیرد.



□ تعریف اوراق جاره

اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که هر ورقه‌ی آن نشان دهنده‌ی مالکیت مشاع دارنده‌ی آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. در اوراق اجاره، حق استفاده از منابع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در قبال اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و اجاره بها را می‌توان در ابتدای دوره، انتهای دوره با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن‌جا که این اوراق بیناگر مالکیت مشاع فرد است می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

□ انواع اوراق اجاره

۱- **اوراق اجاره‌ی تأمین دارایی:** اوراقی است که در آن نهاد واسط، یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی که مورد نیاز بانی است را به نیابت از سرمایه گذاران، از فروشنده‌ای خریداری نموده و به بانی اجاره می‌دهد.

۲- **اوراق اجاره تأمین نقدینگی:** در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف سرمایه گذاران یک دارایی ثابت مشهود را از بانی خریداری کرده و مجدداً به خود بانی اجاره می‌دهد.

۳- **اوراق اجاره جهت تشکیل سرمایه شرکت‌های لیزینگ:** هدف از این نوع اوراق اجاره، تشکیل سرمایه فعالیت تجاری مستمر می‌باشد. بانی (شرکت لیزینگ) با مراجعه به امین و تأسیس شرکت واسط، و انتشار اوراق اجاره، وجوه افراد را جمع‌آوری کرده و به وکالت از طرف آنان، به صورت مستمر کالاهای مورد نیاز دولت، سازمانهای دولتی، شرکت‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی بخش خصوصی و مصرف‌کنندگان را از تولیدکنندگان یا مراکز فروش به صورت نقد خریده، سپس با افزودن نرخ معینی به عنوان سود، به صورت اجاره به شرط تملیک به مصرف‌کنندگان نهایی اجاره می‌دهد، واسط اجاره‌بهای حاصل از عملیات اجاره به شرط تملیک را به صورت فصلی یا سالانه بین صاحبان اوراق توزیع می‌کند. در این اوراق، در هر مقطع زمانی دارایی واسط، ترکیبی از پول نقد، دارایی‌های اجاره داده شده و مطالبات اجاره‌بها خواهد بود که صاحبان اوراق به نحو



مشاع مالک آن‌ها هستند و می‌توانند در مواقع نیاز به دیگری واگذار کنند.

۴- **اوراق اجاره‌ی رهنی:** نوع چهارم اوراق اجاره بیشتر مورد استفاده بانک‌ها و لیزینگ‌ها و مؤسسات اعتبار دهنده می‌باشد. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخت کرده‌است را به نهاد واسط می‌فروشد. بر این اساس ابتدا نهاد واسط اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس دارایی‌هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در طی زمان به افراد مختلفی داده است را از

وی خریداری می‌نماید با فروش این دارایی‌ها رابطه بانی و واسط قطع می‌شود و واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک دارایی‌هایی می‌شود که بانی آن‌ها را قبلاً به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار نموده است.



□ رویه اجرایی انتشار اوراق اجاره‌ی تأمین دارایی و تأمین نقدینگی

۱- در این روش بانی پس از ارایه‌ی درخواست خود در خصوص خرید دارایی مانند زمین، هواپیما، تأسیسات و تجهیزات مورد نیاز و یا غیره، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می‌دهد.

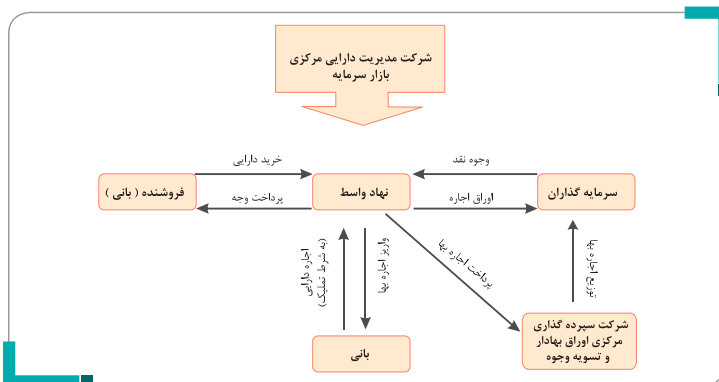


۲- شرکت واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار اجاره را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع آوری میکند، سپس به وکالت از طرف سرمایه گذاران، دارایی مورد نیاز را خریداری نموده و به صورت اجاره به شرط تملیک به بانی اجاره می دهد (بانی و فروشنده دارایی می توانند یک شخص باشند).

۳- بانی دارایی را از واسط تحویل گرفته و اجاره خود را در مواعد مقرر به واسط پرداخت می نماید.

۴- واسط مبالغ اجاره بهای اوراق را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران پرداخت می نماید.

□ مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی و تأمین نقدینگی



□ رویه اجرایی انتشار اوراق اجاره جهت تشکیل سرمایه شرکت های لیزینگ

۱- در این روش بانی پس از ارایه درخواست خود در خصوص خرید و اجاره دارایی های مورد نیاز مشتریان به صورت پیوسته، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می دهد.

۲- ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق کرده، آنها را از طریق بازار سرمایه به مردم (سرمایه گذاران مالی) واگذار میکند.

۳- ناشر سرمایه ی نقدی جمع آوری شده را به عنوان وکالت در اختیار بانی



(شرکت تجاری) قرار می دهد.

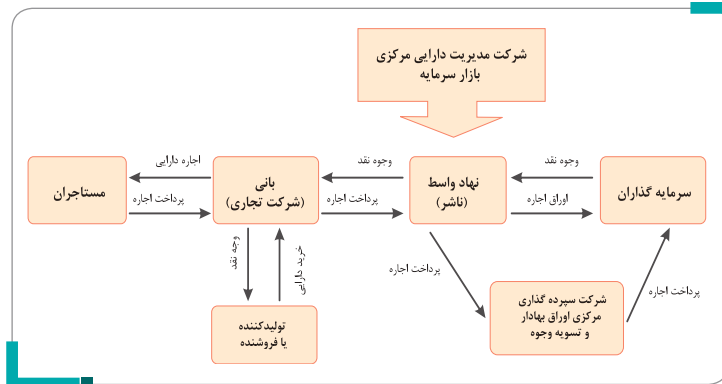
۴- بانی به وکالت از طرف صاحبان اوراق، دارایی های مورد نیاز مشتریان را به صورت پیوسته از تولیدکنندگان یا فروشندگان خریداری کرده و آنها را تحویل می گیرد.

۵- بانی دارایی های خریداری شده را، به صورت اجاره به شرط تملیک به مشتریان (مستاجران) نهایی واگذار می کند.

۶- بانی اجاره بهای دارایی ها را به صورت پیوسته و در قالب اقساط ماهانه یا فصلی دریافت کرده و بعد از کسر حق عاملیت در اختیار واسط قرار می دهد.

۷- واسط مبالغ اجاره بها را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران مالی می پردازد.

□ مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره جهت تشکیل سرمایه شرکت های لیزینگ



□ رویه اجرایی انتشار اوراق اجاره رهنی

۱- بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) با استفاده از منابع سپرده ای کالاهای مورد نیاز متقاضیان، تسهیلات را از مراکز فروش یا تولیدکنندگان به صورت نقد خریداری می کند.

۲- بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) کالاهای خریداری شده را به صورت



اجاره به شرط تملیک به متقاضیان تسهیلات واگذار کرده و آن را در مالکیت خود به عنوان رهن حفظ می‌کند.

۳- در این روش بانی پس از ارایه‌ی درخواست خود در خصوص فروش دارایی‌های واگذار شده به صورت اجاره به شرط تملیک، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می‌دهد.

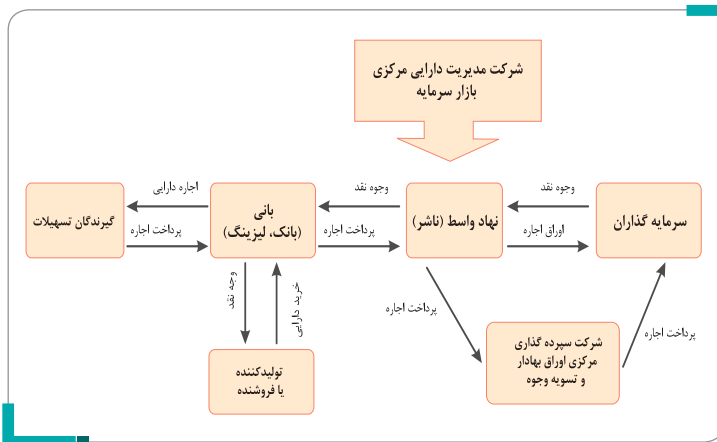
۴- ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق کرده آنها را از طریق بازار سرمایه به مردم (سرمایه گذاران مالی) واگذار می‌کند.

۵- ناشر سرمایه نقدی جمع‌آوری شده را جهت خرید دارایی‌های واگذار شده به صورت اجاره به شرط تملیک به بانی می‌پردازد و آنها را خریداری می‌کند.

۶- بانی اجاره بهای ماهانه یا فصلی تسهیلات اجاره به شرط تملیک را به نمایندگی از طرف واسط دریافت کرده در اختیار واسط قرار می‌دهد.

۷- واسط مبالغ اجاره بها را از طریق شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران مالی می‌پردازد.

□ مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره رهنی





بررسی اقتصادی صُكوك اجاره



۱- از آنجا که اوراق اجاره ابزار مناسبی برای جذب نقدینگی در دست مردم و هدایت آن ها به سمت تأمین نیازهای سرمایه‌ای بنگاه‌های اقتصادی و طرح‌های عمرانی دولت می‌باشند، این اوراق به رشد اقتصادی کشور کمک می‌کنند، البته به شرط این که کالاهای سرمایه‌ای و با دوام خریداری شده به وسیله این اوراق از تولیدات داخلی باشد، در غیر اینصورت ممکن است نتیجه عکس به همراه داشته باشد و باعث خروج سرمایه‌های مالی به سمت کشورهای خارجی شوند.

۲- اگر بازار اولیه و ثانویه اوراق اجاره به صورت رقابتی سالم اداره شود و نرخ بازدهی اوراق به سمت نرخ متوسط بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد حرکت کند، انتظار می‌رود اوراق اجاره ابزار مناسبی برای توزیع عادلانه ارزش افزوده بین عوامل تولید (سرمایه و نیروی انسانی) باشند، در غیر اینصورت انتظار می‌رود به جهت قدرت چانه زنی بالای عامل سرمایه، نرخ بازدهی اوراق بیش از سهم واقعی آن‌ها از ارزش افزوده باشد و در بلند مدت، توزیع منافع به نفع عامل سرمایه سوق پیدا کند.

۳- آن گونه که بیان شد، اوراق اجاره می‌توانند برای تأمین نیازهای



سرمایه‌ای دولت، وزارتخانه‌ها، شهرداری‌ها و نهادهای وابسته به دولت به کار روند؛ به ویژه این که دولت می‌تواند به وسیله این ابزار نقدینگی بخش خصوصی را به سمت تأمین مالی پروژه‌های عمرانی سوق دهد.

۴- در صورت گسترش قابل توجه اوراق اجاره و شکل‌گیری بازار منسجم برای آن‌ها، بانک مرکزی می‌تواند در موقع نیاز با ورود به این بازار و خرید و فروش اوراق اجاره، روی حجم نقدینگی و نرخ بازدهی اوراق تأثیر گذارد. بنابراین اوراق اجاره فی‌نفسه برای عملیات بازار باز و ابزار سیاست پولی کارایی خواهد داشت.

در مجموع می‌توان گفت با توجه به معیارهای اقتصادی، اوراق اجاره می‌تواند ابزار مالی مناسبی برای بازار سرمایه در کشورهای اسلامی باشد.

صكوك مرابحه

مرابحه، قرارداد فروشی است که فروشنده به وسیله آن، قیمت تمام شده‌ی کالا، اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس با افزودن مبلغ یا درصدی به عنوان سود، به وی می‌فروشد. بیع مرابحه می‌تواند به صورت نقد یا نسبه منعقد شود و به طور معمول، نرخ سود نسبه‌ی آن بیشتر است.



تعریف 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.

انواع اوراق مرابحه

۱- **اوراق مرابحه‌ی تأمین مالی:** در این نوع، بانی برای تأمین مالی خود، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) اقدام به تأسیس شرکت واسط می‌کند. واسط با انتشار اوراق مرابحه، وجوه سرمایه‌گذاران مالی (مردم) را جمع‌آوری کرده و به وکالت از طرف آنان کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به صورت نقد خریداری و به صورت بیع مرابحه‌ی نسبه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی متعهد می‌شود که در سررسید مشخص، قیمت نسبه کالا را به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مرابحه استفاده کنند و یا قبل از سررسید اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند.



۲- اوراق مرابحه تشکیل سرمایه‌ی شرکت‌های تجاری: در این نوع از اوراق مرابحه، هدف تشکیل سرمایه‌ی فعالیت تجاری مستمر است، بانی (شرکت تجاری) که برای فعالیت تجاری مرابحه‌ای، نیاز به سرمایه نقدی دارد، به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) مراجعه کرده، اقدام به تأسیس شرکت واسط می‌کند، واسط با انتشار و واگذاری اوراق مرابحه، وجوه نقدی مازاد افراد را جمع‌آوری کرده، به وکالت از طرف آنان در اختیار بانی (شرکت تجاری) قرار می‌دهد، بانی به صورت پیوسته کالاهای مورد نیاز دولت، سازمانهای دولتی، شرکت‌های وابسته به دولت و بنگاههای اقتصادی بخش خصوصی و مصرف‌کنندگان را از تولیدکنندگان یا مراکز فروش به صورت نقد خریده و سپس با افزودن نرخ معینی به عنوان سود، به صورت نسبی به مصرف‌کنندگان نهایی می‌فروشد، سود حاصل از عملیات خرید و فروش، پس از کسر درصدی به عنوان حق‌الوکاله‌ی ناشر و حق عاملیت شرکت تجاری، به صورت فصلی یا سالانه بین صاحبان اوراق توزیع می‌شود.



۳- اوراق مرابحه‌ی رهنی: یکی از کاربردهای مهم اوراق مرابحه برای تبدیل به اوراق بهادار کردن تسهیلات بانک‌ها و شرکت‌های لیزینگ است، در این روش، بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) که دارایی‌هایی را به صورت مرابحه‌ی رهنی (فروش اقساطی) به گیرندگان تسهیلات (دولت، بنگاه‌ها و خانوارها) واگذار کرده‌است می‌تواند با تبدیل به اوراق بهادار کردن مطالبات حاصل از تسهیلات مرابحه، منابع خود را تجدید کند، برای این منظور با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) اقدام به تأسیس شرکت واسط می‌کند، واسط با انتشار اوراق مرابحه، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری، سپس به وکالت از طرف آنان دیون حاصل از تسهیلات مرابحه را به قیمت تنزیلی از بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) خریداری می‌کند، بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی دیون را از بدهکاران وصول کرده، در اختیار واسط قرار دهد، تا واسط به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و نیز می‌توانند قبل از سررسید،

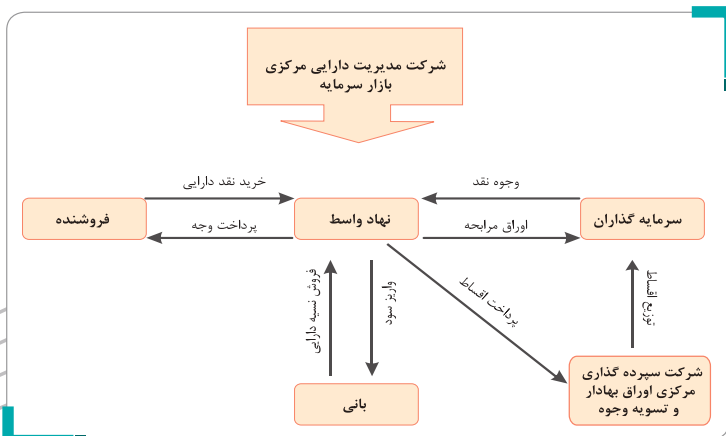


رویه اجرایی انتشار اوراق مرابحه تأمین مالی



- اوراق خود را در بازار ثانوی بفروشند.
- ۱- در این روش بانی پس از ارایه‌ی درخواست خود مبنی بر نیاز به تأمین مالی جهت خرید کالا، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می دهد.
- ۲- واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار مرابحه را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع آوری می کند، سپس به وکالت از طرف سرمایه گذاران کالای مورد نیاز بانی را خریداری نموده و به قیمتی بالاتر به بانی به صورت اقساطی می فروشد.
- ۳- بانی کالا را از واسط تحویل گرفته و اقساط خود را در مواعد مقرر پرداخت می نماید.
- ۴- واسط اقساط اوراق را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران پرداخت می نماید.

مدل عملیاتی انتشار اوراق مرابحه تأمین مالی



رویه اجرایی انتشار اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت های تجاری

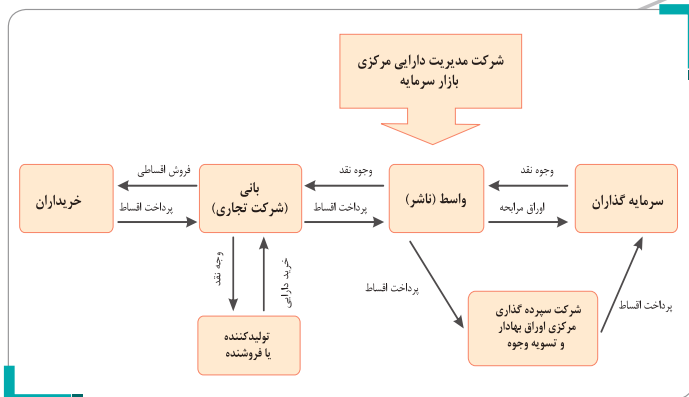


- ۱- در این روش بانی (شرکت تجاری) پس از ارایه‌ی درخواست خود مبنی



- بر خرید و فروش نقد و نسیه دارایی‌های مورد نیاز مشتریان به صورت پیوسته، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می‌دهد.
- ۲- ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق کرده آنها را از طریق بازار سرمایه به مردم (سرمایه گذاران مالی) واگذار می‌کند.
- ۳- ناشر سرمایه نقدی جمع‌آوری شده را به عنوان وکالت در اختیار بانی (شرکت تجاری) قرار می‌دهد.
- ۴- بانی به وکالت از طرف صاحبان اوراق، دارایی‌های مورد نیاز مشتریان را به صورت پیوسته از تولید کنندگان یا فروشندگان خریداری کرده آنها را تحویل می‌گیرد.
- ۵- بانی دارایی‌های خریداری شده را، به صورت نسیه به خریداران نهایی فروخته و تحویل می‌دهد.
- ۶- بانی قیمت نسیه دارایی‌ها را که بطور معمول بالاتر از قیمت نقد آنها است به صورت پیوسته و در قالب اقساط ماهانه یا فصلی دریافت کرده و در اختیار واسط قرار می‌دهد.
- ۷- واسط مبالغ اقساط را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران مالی می‌پردازد.

مدل عملیاتی انتشار اوراق مراحله تشکیل سرمایه شرکت های تجاری

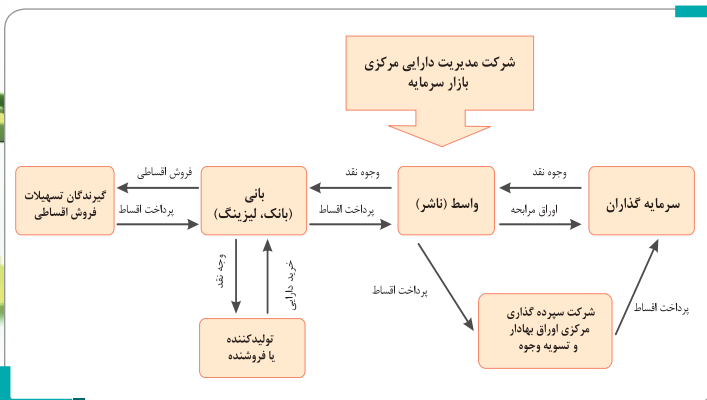




□ رویه اجرایی انتشار اوراق مرابحه رهنی

- ۱- بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) با استفاده از منابع سپرده‌ای کالاهای مورد نیاز متقاضیان تسهیلات را از مراکز فروش یا تولیدکنندگان به صورت نقد خریداری می‌کند.
- ۲- بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) کالاهای خریداری شده را به صورت مرابحه (فروش اقساطی) به متقاضیان تسهیلات واگذار کرده از آنان رهن می‌گیرد.
- ۳- در این روش بانی پس از ارایه‌ی درخواست خود مبنی بر فروش دیون حاصل از تسهیلات مرابحه (فروش اقساطی)، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می‌دهد.
- ۴- ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق کرده و آنها را از طریق بازار سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند.
- ۵- ناشر سرمایه‌ی نقدی جمع‌آوری شده را جهت خرید دیون حاصل از تسهیلات مرابحه رهنی به بانی می‌پردازد و دیون را خریداری (تنزیل) می‌کند.
- ۶- بانی اقساط ماهانه یا فصلی تسهیلات مرابحه رهنی را به نمایندگی از طرف واسط دریافت کرده در اختیار واسط قرار می‌دهد.
- ۷- واسط مبالغ اقساط را از طریق شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران مالی می‌پردازد.

□ مدل عملیاتی انتشار اوراق مرابحه رهنی





بررسی اقتصادی صُكوك مرابحه



همه‌ی انواع اوراق مرابحه براساس سود برای صاحبان اوراق طراحی می‌شوند در نتیجه این اوراق از صنف ابزارهای مالی انتفاعی خواهند بود و از سوی دیگر می‌توانند ابزار مناسبی برای صاحبان وجوهی که به دنبال سود معین از سرمایه‌گذاری هستند، باشند. باتوجه به امکان شکل‌گیری بازار ثانوی این اوراق به نظر می‌رسد اوراق مرابحه از درجه‌ی نقدشوندگی بالایی برخوردار باشند.

اوراق مرابحه برای تأمین مالی دولت، مؤسسات وابسته به دولت، بنگاه‌های اقتصادی و خانوارها به کار می‌رود بنابراین به طور همزمان روی اجزای مختلف تابع درآمد ملی مانند هزینه‌های مصرفی، هزینه‌های دولت و هزینه‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد در نتیجه تأثیر این اوراق روی رشد واقعی اقتصادی تابع شرایط حاکم بر اقتصاد خواهد بود، البته می‌توان از طریق ابزارهای کنترلی سهم بخش‌های تولیدی را در این ابزار تقویت کرد.





■ صكوك استصناع

استصناع در استعمال عرفی یعنی سفارش یا درخواست ساخت کالایی از یک صنعتگر، و به عبارت دقیق تر مراد از قرارداد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیايد و از او بخواهد تعدادی از کالاهایی را که می‌سازد به ملکیت او درآورد، در این حال قراردادی میان این دو به امضاء می‌رسد که بر اساس آن صاحب صنعت، کالای مورد توافق را برای او بسازد و مبلغ مورد توافق را دریافت کند.

تعریف اوراق استصناع

اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجميع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملك دارنده‌ی صكوك است.

□ رویه اجرایی انتشار اوراق استصناع

۱- در این روش بانی (مانند یک وزارتخانه، شهرداری، شرکت دولتی یا خصوصی) با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) و تشکیل شرکت واسط، متعهد می‌شود چنانچه واسط کالا یا پروژه‌ی خاصی را احداث یا تولید نماید، آن‌را از واسط به صورت (الف یا ب یا ج) دریافت



خواهد کرد:

الف- اجاره به شرط تملیک، در صورتی که بانی قصد اجاره به شرط تملیک دارایی پس از ساخت آن را داشته باشد.

ب- خرید اقساطی دارایی، در صورتی که بانی قصد خرید اقساطی دارایی پس از ساخت آن را داشته باشد.

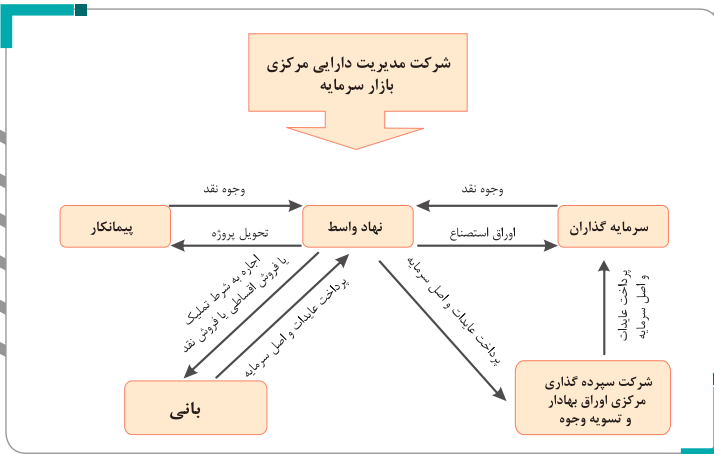
ج- خرید نقدی دارایی، در صورتی که بانی قصد خرید دارایی به صورت یکباره، پس از ساخت آن را داشته باشد.

۲- واسط طبق قرارداد استصناعی، ساخت کالا یا پروژه مورد نظر را به پیمانکار سفارش می دهد و در مقابل متعهد می شود قیمت کالا یا پروژه را طبق زمان بندی مشخص بپردازد، واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار استصناع را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع آوری می کند، سپس به وکالت از طرف آنان قیمت پروژه را به پیمانکار می پردازد.

۳- واسط کالا یا پروژه را از پیمانکار تحویل گرفته، به وکالت از طرف صاحبان اوراق در اختیار بانی (در قالب اجاره به شرط تملیک یا فروش اقساطی یا فروش نقدی) قرار می دهد.

۴- بانی اصل و عایدات اوراق را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران پرداخت می نماید.

□ مدل عملیاتی انتشار اوراق استصناع



□ بررسی اقتصاد اوراق استصناع

- ۱- با توجه به این که اوراق استصناع می‌توانند ابزار مناسبی برای جذب نقدینگی در دست مردم و هدایت آن‌ها به سمت پروژه‌های عمرانی و تولیدی باشند، این اوراق به رشد اقتصادی کمک می‌کنند، البته به شرط این که پروژه مورد نظر از جهت توجیه اقتصادی، کارشناسی و تأیید شود.
- ۲- دولت می‌تواند از طریق قراردادهای بلند مدت استصناع، روی نرخ‌های بازدهی و سود سرمایه تأثیر گذارد و آن نرخ‌ها را به سمت نرخ‌های تعادلی که در آن ارزش افزوده ناشی از به کارگیری سرمایه رعایت شود، سوق دهد و به این ترتیب در بلند مدت به عدالت توزیعی درآمد کمک کند.
- ۳- با استفاده از روش استصناع دولت و نهادهای دولتی و شهرداری‌ها می‌توانند کسری بودجه خود را در پروژه‌های عمرانی تأمین مالی کنند. از آن جا که سررسید این اوراق به طور عمده پس از اتمام و بهره برداری طرح است، سرمایه‌گذاری از این طریق یا اصلاً اثر تورمی نخواهد داشت و یا خیلی ملایم خواهد بود. هم‌چنین در مقایسه با روش‌های دیگر تأمین کسری بودجه مانند استقراض از بانک مرکزی، روش انتشار اوراق استصناع



خیلی بهتر است.

۴- چنانچه بیان شد اوراق استصناع ابزار مناسبی هستند که می‌توانند جای خالی اوراق قرضه را در سیاست پولی از طریق عملیات بازار باز پر کنند. البته باید توجه داشت که اول بار که بانک مرکزی می‌خواهد وارد بازار اوراق استصناع شود، برای خرید این اوراق مجبور به اعمال سیاست انبساط پولی می‌شود، لکن همان طور که برخی از محققان بررسی کرده‌اند، اولاً این اشکال در عملیات بازار باز از طریق اوراق قرضه نیز مطرح است، ثانیاً راه‌های مختلفی برای خنثی کردن اثر انبساطی اولیه وجود دارد.



نگاه آخر

به نظر می‌رسد، با این موفقیت‌ها، صُکوک‌کی که تا پیش از این، نامی نه‌چندان شناخته شده حتی برای برخی از فعالان بازار سرمایه در ایران بود، به یکی از بازیگران مهم این بازار تبدیل شده است و در میان‌مدت و درازمدت خواهد توانست سرمایه‌گذاران خُرد و غیر حرفه‌ای را نیز به سمت خود جلب نماید، زیرا از یک سو همخوانی آن با مقررات دینی، نظر بسیاری از متشرعین را به خود جلب نموده است و از دیگر سو، در بعضی موارد با توجه به ریسک پایین و حتی اغلب صفر آن در برابر سود قطعی‌اش، رقیبی بزرگ برای سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود در بازار سرمایه و سیستم بانکی است.

این گسترش روزافزون، البته یک پیش‌بینی صرفاً تئوریک نیست بلکه در جهان نیز شاهد اقبال روزافزون سرمایه‌گذاران مسلمان به صُکوک هستیم، بطوری‌که در حال حاضر کشورهای غیر اسلامی نیز به این امر مبادرت ورزیده‌اند.

امیدواریم شاهد پویایی و گسترش هرچه بیشتر بازار پول و بازار سرمایه اسلامی در میهن عزیزمان باشیم.

5