

عنوان: نقش سیاست‌های تامین سرمایه اسلامی در مدیریت و توسعه فناوری

مولفان:

سید جواد مرزانی^{*}

سید محمد حسن ملیحی^{**}

^{*} دانشجوی کارشناسی ارشد م.ا و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق علیه السلام و کارشناس عملیاتی شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

^{**} دانشجوی کارشناسی ارشد م.ا و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق علیه السلام و کارشناس عملیاتی شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

چکیده

یکی از معضلات اصلی در پیشرفت و توسعه فناوری، مشکلات موجود در تامین مالی آنان میباشد در صورت اصلاح و تقویت الگوهای تامین مالی، بستر فعالیت های لازم مهیا گشته و زمینه های رشد و توسعه ی فناوری فراهم می گردد از آنجایی که نرخ تامین مالی مانند نرخ سود بانکی از مهم ترین متغیرهایی می باشند که با تأثیر بر متغیرهای دیگر، نقش مهمی را در هدایت اقتصادی پروژه ها و فعالیت های مربوطه ایفا می کنند به همین جهت بایستی نمود تا با تحلیل وضع اقتصادی موجود و مطرح نمودن ابزارهای تامین مالی اسلامی همچون انواع صکوک، تبیین حیطه های عملکرد آنان در فناوری، مقایسه ی آنان با دیگر ابزارهای تامین مالی و در نهایت بیان مزیت های آنان در امر مدیریت فناوری، فضایی مطمئن و کم هزینه جهت رشد و توسعه فناوری طراحی شود.

با در نظر گرفتن این نکته که توضیح رفتار وام ها و دیگر انواع ابزارهای تامین مالی در اقتصاد چرخه های فناوری و اثر سیاست پولی بر پویایی های آنها، مرحله کلیدی درک نقش بازارهای مالی در اقتصاد چرخه های فناوری است، این مقاله به دنبال

[□] تهران، دانشگاه امام صادق (ع)، j.marzani@isu.ac.ir

[□] تهران، دانشگاه امام صادق (ع)، malihi.86@gmail.com

یافتن پاسخی به این پرسش است که تا چه میزان ابزارهای تأمین مالی اسلامی به خصوص ابزار صکوک در ایجاد و یا توسعه چرخه‌های سازمانهای تکنولوژی محور کشور می توانند مؤثر باشند؟ در این مقاله سعی شد با تبیین تئوریک و ارائه یک مدل تأمین مالی اسلامی به سؤال فوق پاسخ داده شود به گونه‌ای که تأثیر نظری این ارتباط مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

واژه های کلیدی: مدیریت فناوری، تأمین مالی، صکوک، نرخ سود

۱- مقدمه

شدت و سرعت پیشرفت تکنولوژی در دهه‌های اخیر، شگفت‌آور بوده است. به نظر نمی‌رسد که سرعت تغییرات این حوزه رو به کاهش رود. تکنولوژی در دیدگاه تجاری کاتالیزستی است که تولید ثروت میکند. چالش اصلی برای مدیران، شناخت و کاربرد تکنولوژی نیست، بلکه مهم به کارگیری تکنولوژیهای مختلف به منظور تولید کالاها، خدمات و فرآیندهای قابل فروش است که به ایجاد ارزش افزوده در بنگاه منجر میشود. این امر به مهارتهای ویژه در برنامه‌ریزی، سازماندهی و هدایت فعالیتهای فرارشتهای نیاز دارد. مدیران تکنولوژی برای کسب نتیجه باید معماران اجتماعی باشند که فرهنگ و نظام ارزشی بنگاه را شناخته، بتوانند آنها را، هم از نظر اجتماعی و هم از نظر فنی، با هم ارتباط دهند. دوران مدیرانی که تنها با تخصصی فنی یا مهارتهای اداری صرف سر و کار داشته‌اند، به سر آمده است.

در شرکتها و سازمانهای تکنولوژی- بنیان واقعی چه از نظر تئوری و چه عملی، بسیار پیچیده هستند. این سازمانها باید با دقت طراحی شوند تا ضمن استفاده مناسب از منابعی که در اختیار دارند، زیرساختها و سیستمهای پشتیبانی لازم برای کار اصلی را فراهم سازند.

جهانی شدن، خصوصی سازی، انقلاب دیجیتالی و دیگر تکنولوژیهای به سرعت متغییر، اقتصاد کشورها را به سمت سیستمی به شدت رقابتی کشانده که تقریباً تمام سازمانهای آن زیر فشارند که کار بیشتری را سریع تر، بهتر و ارزانتر انجام دهند. از طرف دیگر باید این نکته را در نظر گرفت که سازمانهای تکنولوژی- بنیان به شدت فرارشتهای بوده و برای ایجاد و گسترش اینگونه سازمانها ماتریسی از عوامل را در نظر گرفت و برای فرآیند پیشرفت تکنولوژی باید مسیری را طراحی نمود.

در اینجا نکتهای که در طراحی نقشه مسیر رشد تکنولوژی حائز اهمیت است نقش تأمین مالی و سرمایه به عنوان یکی از عوامل کلیدی در طراحی چنین سازمانها و شرکت های پویا و رقابتی است؛ به طوری که تأمین مالی صحیح و علمی یکی از

پارامترهای مهم برای ایجاد و رشد اینگونه سازمانها از طریق کاهش اتلاف منابع پولی و افزایش جریان نقدینگی منابع و کاهش ریسک مالی خواهد بود. در دنیای امروز شرکتها برای بقا و موفقیت باید به بهترین فرآیندهای تأمین مالی دسترسی داشته باشند تا بتوانند از این طریق با کاهش هزینههای مالی که بخش عمدهای از هزینههای یک سازمان و یا یک شرکت محسوب میشود، عملکرد و بهره‌وری خود را افزایش دهند.

۲- انواع تأمین مالی های رایج برای نهادهای تکنولوژی محور

- با توجه به اینکه سازمان ها و شرکت های تکنولوژی محور به طور معمول از نوع بنگاه های کوچک و متوسط میباشند، می توان انواع خدماتی که نهاد مالی توسعه های به آنها ارائه می نماید را به صورت زیر تقسیم بندی نمود:

الف) سرمایه گذاری پر خطر (در این حالت بازگشت سرمایه به صورت کوتاه مدت است)

یکی از راه های تأمین مالی سازمانها و شرکتهای تکنولوژی محور و به طور کلی صنایع نوپا، استفاده از منابع مالی پرخطر یا VC می باشد. تأمین کنندگان این منابع مالی، به دنبال سود بسیار بالا می گردند و نیز حاضرند تا ریسک بالایی را برای به دست آوردن سود بیشتر متحمل شوند. به همین دلیل، سرمایه خود را در اختیار صنایع نوپا و کارآفرینانی که طرحها و ایده های نو دارند، قرار می دهند تا کارآفرینان بتوانند این ایده را عملی کنند و اگر محصول آنان تجاری شود سود بالایی را کسب می کنند. در بسیاری از موارد ممکن است سرمایه VC از بین برود ولی اگر از چند مورد محصول یک مورد به بازار راه یابد، این افراد یا نهادها سود بالایی را کسب می کنند. به دلیل نظام مالی خودگردان، نوع مالکیت این نوع نهادها می تواند خصوصی، دولتی یا ترکیبی از این دو باشد. از ویژگی منحصر به فرد VC میتوان به موارد ذیل اشاره کرد:

۱- تأمین مالی از طریق VC می تواند به کارآفرینان کمک کند که این خود موجب ایجاد توسعه صنعتی در کشور می شود.

۲- تأمین مالی از طریق VC، یک فرآیند خود تأمین می باشد؛ یعنی یک نهاد توسعه ای می تواند از این طریق به سود مالی در کوتاه مدت دست پیدا کند و در حقیقت تأمین مالی از طریق VC یک مکانیزم بازار می باشد که فرآیندی را فعال می کند که در این فرآیند SME ها رشد می کند.

۳- حضور یک VC معتبر در یک شرکت کوچک، به کسب اعتبار برای آن شرکت بسیار کمک می کند؛ به طوری که با اعتبار کسب شده می تواند از منابع مالی دیگر نظیر بانکها نیز تأمین اعتبار کند.

ب) بانکداری توسعه ای

این نوع تأمین مالی در کشورهای مختلف کاربرد فراوانی در توسعه صنعتی داشته است. بانکهای توسعه ای نهادهای مالی با مالکیت و حمایت دولتی می باشند. وظیفه اصلی این بانکها فراهم ساختن وامهای بلندمدت برای کارآفرینان و صنایع می باشد. به طور کلی وظیفه این نوع بانکها را می توان به دو دسته تقسیم نمود:

(۱) فراهم ساختن وامهای بلندمدت جهت تأمین مالی صنایع جدید و نوپا و «پرریسک»؛

۲) برقراری ارتباط بین دیگر نهادهای تامین کننده منابع مالی، بانکهای تجاری و صنایع جدید و نوپا.

تامین وامهای بلندمدت به خصوص در مورد صنایع پرریسک و نوپا یا تولید کالای عمومی از طریق مکانیزم بازار با شکست مواجه می شود. به طور کلی بانکهای تجاری، تمایل کمی به فراهم ساختن وامهای بلندمدت به خصوص در مورد صنایع با ریسک بالا دارند. مزیت مهم بانکهای توسعه ای نسبت به بانکهای تجاری، ایجاد مهارت و تخصص بالاتر در این بانکها می باشد. چون این بانکها در زمینه خاصی فعالیت می کنند دارای توان تخصصی و مهارت بالاتری در تخصیص بهینه منابع، نسبت به بانکهای تجاری می باشند. از این جهت این بانکها مانند VC ها عمل می کنند.

به علاوه این تخصص و مهارت بانکهای توسعه ای به ایجاد یک شبکه بین بانکهای تجاری و صنایع نوپا کمک می کند؛ به عبارتی دیگر بانک توسعه ای به عنوان یک مشاور و متخصص می تواند منابع بانکهای تجاری را به صورت بهینه به سمت صنایع نوپا هدایت می کند. (موسوی، ۱۳۸۸)

امروزه مالکیت اکثر بانکهای توسعه ای در میان بانکهای تجاری و نهادهای مالی پخش است و تامین مالی به صورت ایجاد شبکه از یکسری بانک تجاری و نهاد مالی با صنایع می باشد که بانک توسعه ای وظیفه برقراری ارتباط و تخصیص بهینه را بر عهده دارد.

امروزه مالکیت اکثر بانکهای توسعه ای در میان بانکهای تجاری و نهادهای مالی پخش است و تامین مالی به صورت ایجاد شبکه از یکسری بانک تجاری و نهاد مالی با صنایع می باشد که بانک توسعه ای وظیفه برقراری ارتباط و تخصیص بهینه را بر عهده دارد.

ج) تامین مالی به وسیله نهادهای «DFI»

عبارت DFI مخفف موسسات تامین مالی فعالیت های توسعه ای می باشد. این موسسات دارای مالکیت شبه دولتی بوده و دولت سهامدار اصلی این موسسات محسوب می شود و تامین مالی آنان بیشتر از طریق دولت انجام می شود. این تامین مالی به صورت مستقیم (وام، خرید تجهیزات) و غیرمستقیم (ایجاد حق مالکیت و ...) اعمال می شود.

در حال حاضر این موسسات به صورت گسترده ای در دنیا وجود دارد. تعداد این موسسات در آسیا بیش از ۷۵ موسسه در آفریقا بیش از ۷۰ موسسه و در آمریکای لاتین بیش از ۹۰ شرکت می باشد. هدف اصلی این موسسات ایجاد زیرساخت ها و کمک به توسعه هسته اصلی صنایع می باشد. دومین هدف مهم این موسسات کمک به توسعه تکنولوژی می باشد.

در غالب کشورها، به خصوص کشورهای در حال توسعه یک خلأ عمده در تامین مالی پروژه های توسعه تکنولوژی و تحقیق و توسعه وجود دارد. به این دلیل وجود نهادی که وظیفه ایجاد زیرساخت ها و تامین مالی این مراکز را به عهده بگیرد، ضروری است. این نقش نسبت به نقش های VC و بانک توسعه ای بیشتر ماهیت کالای عمومی دارد؛ هر چند می توان با خوشه سازی بنگاه های کوچک و تولید کالای عمومی که برای تمام این بنگاه ها قابل استفاده باشد مقداری این مشکل را حل کرد. (ایزدخواه و دیگران، ۱۳۸۸)

۳- تبدیل به اوراق بهادارسازی

تبدیل به اوراق بهادارسازی یکی از مهمترین ابزارهای تأمین مالی و از نوآوری‌های اخیر مهندسی مالی است که توجه بسیاری از مؤسسات را نیز به خود معطوف ساخته است. در این روش، با پشتوانه قرار دادن انواع دارایی‌ها که توانایی ایجاد جریان نقدی را دارند و افزایش رتبه اعتباری آنها با استفاده از روش‌ها و مکانیزم‌های مختلف سعی می‌شود که هم ریسک دارایی‌ها به سرمایه‌گذاران منتقل گردد و هم تأمین مالی با شرایط مطلوب‌تری انجام گیرد.

تبدیل به اوراق بهادارسازی یکی از منابع تأمین مالی و انتقال ریسک مشهور در کشورهای توسعه یافته و در برخی از کشورهای در حال توسعه برای اکثر مؤسسات مالی و شرکت‌های مالی است که بازار سرمایه توسعه یافته‌ای در سطح متوسط دارند. (فرهادی و موسوی، ۱۳۸۸).

نوآوری مالی عمده‌ای که در دهه ۱۹۸۰ پای گرفت و بر نقش واسطه‌های مالی در بازار سرمایه عمیقاً اثر گذاشت، پدیده تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانکهای تجاری اوراق بهادار قابل خرید و فروش را به طور مستقیم به سرمایه‌گذاران می‌فروشند. این اوراق بهادار اصولاً به پشتوانه داراییهای بانک مورد نظر صادر میشوند. بانک سرمایه‌گذار، مجموعه‌ای از داراییهای مالی را جمع کرده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشند. هدف اولیه از این کار، گردآوری نقدینگی است. اکثر اوراق بهادار با پشتوانه دارایی منتشر شده، نقد هستند، چون بنگاههای سرمایه‌گذاری که داراییها را به اوراق بهادار تبدیل میکنند، بازار ثانویه فعالی برای آنها پدید می‌آورند.

تبدیل به اوراق بهادار کردن داراییها، عبارتند از روشی برای تأمین وجوه مطالبه‌های مانند بدهیهای رهنی، اجاره، وامها یا کارتهای اعتباری که از راه خلق اوراق بهادار قابل مبادله با پشتوانه داراییها، به تعادل میرسند. روند اولیه وقتی شروع میشود که شرکتی (که به *originator* تعبیر میشود) داراییهای جدیدی پدید می‌آورد (چه از راه وام‌دادن و چه از تملک دارایی، که به صورت جداگانه یا پورتفوی نگهداری میشود)، و سپس این وجوه به نهادهای واسطه‌ای (*spv*) واگذار میشود. نهاد پیشگفته به پشتوانه این داراییها به انتشار اوراق بهادار قابل معامله در بازار می‌پردازد که به وسیله سرمایه‌گذاران خریداری میشود.

در طول روند تبدیل داراییها به اوراق بهادار، پرداختیهای مطالبه‌ها به وسیله نهادهای خدماتی، در حسابهای گوناگون تحت کنترل یک امین سپرده‌گذاری و سرمایه‌گذاری میشوند و به وسیله امین در ازای اوراق بهادار به سهامداران پرداخت میشود. هنگامی که روند تبدیل داراییها به اوراق بهادار به جریان افتاد، جریان وجوه از خریدار اوراق بهادار (سرمایه‌گذار که به طور معمول بانکها، مؤسسه‌های بیمه‌ای و صندوقهای بازنشستگی و در برخی موارد اشخاص حقیقی هستند) به سمت ناشر اوراق بهادار و مجدد از طرف ناشر به سمت صادر کننده آن است. شایان ذکر است که تمام این فعالیتها به طور همزمان صورت می‌پذیرند.

مزیت اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی در صنایع نوپا و شرکتهای تکنولوژی محور این است که این روش به پشتیبانی و حمایت بیشتر در مورد قدرت استقراض آنها کمک می‌نماید. تبدیل به اوراق بهادارسازی کمک می‌نماید تا محدودیت‌های سرمایه‌ای و تأمین مالی وام‌دهندگان اولیه کاهش یابد.

۴- صکوک ابزار تأمین مالی اسلامی

در دهه‌های اخیر موضوع تأمین مالی اسلامی در فضای بین‌المللی، اهمیت بسیار بالایی یافته و نهادها و ابزارهای مالی اسلامی متنوع ابداع و به کار گرفته شده است. با استفاده از روشهای گوناگون مالی اسلامی مانند: مشارکت، مضاربه، مرابحه، سلم، استصناع و اجاره، میتوان تقریباً تمام فعالیتهای نهادهای نوپا و صنایع و سازمانهای تکنولوژی محور را پوشش داد. تمام نیازهای مالی خارج از این حوزه را نیز میتوان با استفاده از مشارکت بخش خصوصی و تعاونی برطرف کرد. روشهای تأمین مالی اسلامی با همزمانسازی تعهدهای پرداخت و کسب درآمد، جایگزینی مناسب برای روشهای بانکداری متعارف هستند، روشهای مبتنی بر مشارکت قادر خواهند بود یکی از منابع اصلی بیثباتی را در بازارهای مالی از میان بردارند. همچنین، با مرتبط ساختن سود حاصل از فعالیت واسطه‌ها با درآمد واقعی حاصل از سرمایه، تخصیص سرمایه‌ها برای پروژههای خاص به صورت آسانتری صورت می‌پذیرد.

۵- اصول تأمین مالی اسلامی

در تأمین مالی اسلامی ارتباط بین تأمین مالی کننده و متقاضی مانند ارتباط بین خریدار و فروشنده، عامل و مدیر و یا سرمایه گذار و کارآفرین است. این ارتباط مانند ارتباط بین وام دهنده و وام گیرنده بگونه ای در بانکداری غربی وجود دارد، نیست. تأمین مالی اسلامی باید از قوانین زیر تبعیت نماید:

- ۱- هرگونه پرداختی مازاد بر اصل پول ممنوع است و این امر شامل منافع غیرمستقیم نیز می باشد.
 - ۲- وام دهنده باید در سودها و زیانهای حاصل از پول قرض داده شده شریک باشد.
 - ۳- بدست آوردن پول از پول جایز نیست. ایجاد پول تنها در صورتیکه از طریق فعالیتی بهره‌ور باشد قابل قبول است.
 - ۴- تأمین مالی باید فعالیتهای و محصولات را پشتیبانی نماید که از جانب اسلام مجاز شناخته باشد.
- رایجترین ابزارهای مالی اسلامی، صکوک نام دارد. صکوک در جریان تبدیل به اوراق بهادار کردن داراییها شکل گرفت و بر همین اساس، در رده اوراق بهادار به پشتوانه داراییها قرار میگیرد. برخلاف ساختار مرسوم ابزارهای مالی، در فرآیند صکوک، دارایی ملموس، مورد استفاده قرار گرفته یا طرح و پروژه اقتصادی اجرا میشود. به عبارتی در جریان استفاده از این ابزارها، یکی از هدفهای اصلی بانکداری اسلامی که همان اعطای تسهیلات به بخش واقعی اقتصاد است، محقق میشود.
- برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از راه انتشار صکوک، گام نخست این است که داراییهای واجد شرایط را از شرکت اصلی جدا کرده و آن را به شرکت با مقصد خاص منتقل کنیم که به طور معمول شرکتی با مسئولیت محدود است. با انقال دارایی به شرکت با مقصد خاص، تمام ریسکهای مربوط به دارایی از شرکت اصلی به شرکت با مقصد خاص منتقل میشود. همچنین دارندگان صکوک نیز مطمئن میشوند که تمام حقوق مربوط به دارایی متعلق به آنها است و شخص دیگری درباره آن ادعایی ندارد اما اگر این دارایی در ترازنامه شرکت اصلی وجود میداشت و به شرکت با مقصد خاص منتقل نمیشد، آنگاه طلبکاران نیز ممکن بود درباره آن ادعا داشته باشند (نجفی، ۱۳۸۵: ۸). در این مقاله به تبیین صکوک اجاره، استصناع و مضاربه می پردازیم.

۶- صکوک اجاره

۶-۱ تعریف

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند.

۶-۲ ویژگیهای اصلی

در ادامه به برخی از ویژگی‌های قرارداد اجاره که استفاده از آن برای انتشار صکوک را تسهیل می‌کند اشاره می‌شود.

الف) قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موفر محدودیتی به وجود نمی‌آورد. یعنی موفر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود زیرا اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. اگر بیع پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود چون بیع منافاتی با اجاره ندارد؛ زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و بیع به عین، اگر چه در صورت امکان هنگام بیع منافع نیز به تبع عین منتقل می‌شود. نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد.

ب) اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود.

ج) برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.

د) لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود. بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند به عنوان اجاره‌بها (با توافق طرفین) پرداخت شود.

هـ) استقلال مالکیت: افرادی که در مالکیت یک عین الاجاره شریک هستند هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند.

و) نیاز نیست که جریان سودهای منفعت مالی الزاماً منطبق با زمان‌بندی بازپرداخت‌های اجاره باشد. همچنین نیاز نیست که عین دارایی قرارداد اجاره در زمان قرارداد موجود باشد.

ز) مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی به عهده‌ی مالک است، در حالی که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده‌ی مستأجر است.

ح) قرارداد اجاره برای به‌کارگیری در قالب فرآیند تبدیل شدن به اوراق بهادار مناسب است. ایده‌ی اوراق قرضه‌ی اجاره برخاسته از توانایی تبدیل مال الاجاره به دارایی‌های مالی است.

ط) طی شرط ضمن عقد بیع، شرکت مدیریت دارایی مرکزی متعهد می گردد دارایی خریداری شده را به بانی اجاره دهد.

۳-۶ مراحل انتشار

روش کار به این صورت است که ابتدا بانی یکسری از دارایی های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می کند. سپس بانکی یک شرکت با مقصد خاص تأسیس می کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی های منتخب را به صورت یک پرتفوی به شرکت با مقصد خاص می فروشد با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی ها مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می شود.

در مرحله بعد شرکت با مقصد خاص از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می کند. اوراق صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی های مورد اجاره می باشند. به عبارت دیگر سرمایه گذاری که اقدام به خرید اوراق صکوک می نمایند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی ها به صورت مشاع شریک می شوند.

بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت با مقصد خاص قرار دهد. شرکت با مقصد خاص نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. البته فرایند دریافت و پرداخت وجوه معمولاً توسط یک مؤسسه امین انجام می شود.

هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره بها نیز متوقف می شود مالکیت دارایی های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آنگاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی ها، سود سرمایه ای به دست می آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه ای مواجه می شوند. بنابراین در حالیکه درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است اما خود اوراق می توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. طبیعتاً این موضوع می تواند انگیزه سرمایه گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک اختیار فروش نیز در اختیار سرمایه گذاران قرار می گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفروشند.

برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک، گام اول این است که دارایی های واجد شرایط را از شرکت اصلی جدا کرده و آن را به شرکت با مقصد خاص منتقل کنیم. شرکت با مقصد خاص معمولاً یک شرکت با مسئولیت محدود است. با انتقال دارایی به شرکت با مقصد خاص کلیه ریسک های مربوط به دارایی از شرکت اصلی دور شده و به شرکت با مقصد خاص منتقل می شود. همچنین دارندگان صکوک نیز مطمئن می شوند که کلیه حقوق مربوط به دارایی متعلق به آنهاست و هیچ شخص دیگری نسبت به آن ادعایی ندارد. اما اگر این دارای در ترازنامه شرکت اصلی وجود می داشت و به شرکت با مقصد خاص منتقل نمی شد آنگاه طلبکاران نیز ممکن بود نسبت به آن ادعا داشته باشند.

لزوماً در همه موارد انتشار صکوک، مالکیت خود دارایی منتقل نمی شود. در اکثر موارد مالکیت منافع حاصل از دارایی منتقل می شود. یعنی فقط اجاره بها به اوراق بهادار تبدیل می شود. البته بهتر است که مالکیت دارایی نیز منتقل شود تا اعتبار صکوک

افزایش یابد. همچنین قرارداد اجاره باید از قرارداد خرید و فروش اولیه مستقل باشد و این دو نباید مشروط به یکدیگر باشد. یعنی بانی و شرکت با مقصد خاص نباید با این شرط دارایی را خرید و فروش کنند که پس از قرارداد بیع، شرکت با مقصد خاص دارایی را مجدداً به بانی اجاره دهد. از نظر اهل سنت چنین شرطی جایز نیست که به نظر می‌رسد جای تامل بیشتر دارد. اما در هر صورت طرفین می‌توانند با امضای یک یادداشت تفاهم غیرقراردادی به این توافق دست یابند.

بانی می‌تواند به شرکت با مقصد خاص تعهد دهد که در پایان مدت اجاره، دارایی را از وی خریداری می‌کند. و شرکت با مقصد خاص نیز به بانی تعهد می‌دهد که در پایان مدت اجاره دارایی را به وی بفروشد. اما مواردی که منجر به بیع العینه شود از دیدگاه فقه اسلامی مجاز نیست. در صکوک "تبرید" در امارات متحده عربی، یک مدت زمان معقولی بین پایان مدت زمان اجاره و فروش مجدد دارایی از شرکت با مقصد خاص به بانی وجود دارد تا مشکل شرعی آن نیز حل شود.

به طور کلی فرآیند فوق را می‌توان در قالب یک مثال و به شرح مراحل ذیل خلاصه کرد:

۱- شرکت الف (بانی) یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌های خود را به مبلغ ۱۰۰۰۰۰۰۰۰ ریال در قالب قرارداد بیع به شرکت ب (SPV) واگذار می‌کند با این توافق که شرکت ب مجدداً همان دارایی‌ها را با شرایط مشخص به شرکت الف اجاره دهد.

۲- شرکت ب دارایی(های) خریداری شده را برای مدت ۱۰ سال و در ازای دریافت مبلغ ۱۰۰۰۰۰۰ ریال به عنوان اجاره بهای سالانه به شرکت الف اجاره می‌دهد.

۳- شرکت ب دارایی مورد اجاره را به سایر سرمایه‌گذاران می‌فروشد. برای این منظور شرکت ب تعداد ۱۰۰ ورقه صکوک که ارزش اسمی هر یک ۱۰۰۰۰۰ ریال است را منتشر کرده و در بازار به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. هر ورقه صکوک بیانگر درصد خاصی از مالکیت دارایی مورد اجاره است. بنابراین کسی که یک ورقه صکوک را خریداری می‌کند در واقع مالک یک درصد دارایی مورد اجاره است و یک درصد اجاره‌بهای سالانه (مبلغ ۱۰۰۰ ریال) به وی تعلق می‌گیرد.

۴- شرکت ب در ازای انتشار و فروش ۱۰۰ ورقه صکوک که جمعاً مبلغ ۱۰۰۰۰۰۰۰۰ ریال به دست می‌آورد که باید آن را بابت خرید دارایی در مرحله ۱ به شرکت الف بپردازد.

۵- شرکت الف در ازای اجاره دارایی سالانه مبلغ ۱۰۰۰۰۰۰ ریال به مالک (دارندگان صکوک) می‌پردازد؛ به عبارت دیگر شخصی که یک ورقه صکوک را خریداری کرده سالانه مبلغ ۱۰۰۰۰ ریال به عنوان اجاره بها دریافت می‌کند.

۶- در پایان سال دهم و در پایان مدت اجاره شرکت الف باید دارایی را به مالکان آن تحویل دهد. حال اگر ارزش دارایی در پایان سال دهم بیش از ۱۰۰۰۰۰۰۰ ریال و مثلاً ۱۰۱۰۰۰۰۰۰ ریال باشد آنگاه دارندگان صکوک از بابت فروش دارایی مذکور منتفع می‌شوند و در ازای هر ورقه صکوک مبلغ ۱۱۰۰۰۰ ریال کسب می‌کنند در حالی که ارزش اسمی هر ورقه ۱۰۰۰۰۰ ریال بوده است. اما اگر ارزش دارایی در پایان سال دهم کمتر از ۱۰۰۰۰۰۰۰ ریال و مثلاً ۹۰۰۰۰۰۰ ریال باشد آنگاه دارندگان صکوک از بابت فروش دارایی مذکور متضرر می‌شوند.

۷- صکوک استصناع (ساخت)

۷-۱ تعریف

استصناع در باب استفعال از مصدر صنع، به معنی درخواست ساخت است. منظور از استصناع، خرید کالایی است که طبق سفارش خریدار تهیه می‌گردد. در موسوعه جمال عبدالناصر، بیع استصناع چنین تعریف شده است: "قراردادی بر کالای در ذمه که ساخت آن مطابق خصوصیات و شرایط معین شده در قرارداد و در مقابل بهای معین صورت می‌گیرد".

مراد از قرارداد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیاید و از او بخواهد که 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.

بنابراین می‌توان گفت صکوک استصناع، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صکوک می‌باشد. ناشر صکوک استصناع، تولید کننده کالا است. پذیرهنویس آن، خریداران کالای مورد نظر و وجوه جمع‌آوری شده، هزینه ساخت کالا است.

۷-۲ مراحل انتشار

فرض کنید یک شرکت برای تولید یک محصول جدید به یک خط تولید نیاز دارد. شرکت در حال حاضر نقدینگی لازم برای ساخت این خط تولید را در اختیار ندارد، اما امیدوار است با تولید محصول جدید و فروش آن بتواند سود مناسبی را به دست آورد. این شرکت از یک نهاد تأمین مالی درخواست کمک می‌کند. نهاد تأمین مالی از طریق انعقاد یک قرارداد استصناع، متعهد می‌شود خط تولید را ساخته و تحویل شرکت دهد و در مقابل هزینه مربوطه را به صورت اقساط دریافت کند. در واقع نهاد تأمین مالی به عنوان پیمانکار ساخت خط تولید را تعهد می‌کند. از طرف دیگر نهاد تأمین مالی از طریق انعقاد یک قرارداد استصناع دیگر که به استصناع موازی معروف است ساخت خط تولید را به یک پیمانکار متخصص واگذار می‌نماید و هزینه مربوط به ساخت را نقداً پرداخت می‌کند تا پیمانکار برای عملیات ساخت خط تولید، نقدینگی کافی را در اختیار داشته باشد. نهاد تأمین مالی در قرارداد استصناع اول نقش پیمانکار و در استصناع موازی نقش کارفرما را ایفا می‌کند. مبلغ مربوط به قرارداد اول که به صورت اقساط پرداخت می‌شود، شامل هزینه پرداخت شده به پیمانکار متخصص و یک مبلغ اضافی می‌باشد. این مبلغ اضافی در واقع سود نهاد تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. هنگامی که عملیات ساخت خط تولید به پایان می‌رسد نهاد تأمین مالی آن را از پیمانکار تحویل گرفته و در اختیار شرکت قرار می‌دهد.

۷-۳ ساختار صکوک استصناع

حال آیا نهاد تأمین مالی می‌تواند به پشتوانه اقساطی که در آینده دریافت می‌کند اوراق استصناع منتشر کند و آن را در بازار بفروشد؟ در پاسخ باید گفت از آنجا که این اقساط در واقع بدهی شرکت به نهاد تأمین مالی به شمار می‌رود، لذا باید فقط به قیمت اسمی آن فروخته شود زیرا در غیر اینصورت معامله ربوی می‌شود. از طرف دیگر فروش این اوراق به قیمت اسمی در بازار با استقبال چندانی مواجه نمی‌شود چون کمتر کسی حاضر است این اوراق را به قیمت اسمی نقداً خریداری کند و در تاریخ سررسید

معادل ارزش اسمی را دریافت کند. بنابراین اوراق استصناع در بازار ثانویه از قدرت نقدشوندگی پایینی برخوردار است. اما به هر حال نهاد تأمین مالی می تواند به جای اینکه این اوراق را در بازار مستقیم بفروشد از آنها برای خرید دارایی های مورد نیاز خود و یا هر نوع کالای دیگر استفاده کند و پس از آن کالاها را در بازار به فروش رساند. در نتیجه مشکل نقدشوندگی اوراق هم حل می شود.

۸- صکوک مضاربه (تجاری)

۸-۱ تعریف

در استاندارد سازمان AAOIFL، صکوک مضاربه، بدین صورت تعریف می شود: "صکوک مضاربه، گواهی هایی که نشان دهنده پروژه ها یا فعالیت هایی هستند که طبق قرارداد مضاربه مدیریت می شوند و طبق سازوکار معرفی یکی از طرفین به عنوان مضارب جهت مدیریت عملیات، صورت می گیرد." صکوک مضاربه برای استفاده از مشارکت عموم در طرح های بزرگ سرمایه گذاری کاربرد دارد. این صکوک بر تقسیم سرمایه های مضاربه از طریق انتشار واحدهایی دارای ارزش برابر که به نام دارنده آن به ثبت می رسند، بنا شده است. اسناد صکوک مضاربه نشان دهنده دارایی هستند که تحت سرمایه های مضاربه به دست آمده است. هر صک نشان دهنده یک مالکیت سودآور غیر تقسیم شده در دارایی هایی است که تحت سرمایه های مضاربه استحصال شده اند و نسبت به سایر صکوک مضاربه هیچ گونه برتری ندارند. وقتی فردی صکوک مضاربه را خریداری می کند، در تمام حقوق مالکیت دارایی از قبیل فروش و یا انتقال آن به وراثت بعد از مرگ، محق است.

۸-۲ ویژگیهای اصلی

صکوک مضاربه دارای ویژگیهای اصلی زیر است:

الف) هدف از انتشار صکوک مضاربه باید به وضوح تبیین شده باشد و جهت انجام معاملات تجاری قانونی و منطبق با شریعت باشد. پروژه باید از نظر اقتصادی، ارزش افزوده ایجاد کند و نرخ بازدهی آن مثبت باشد. مضاربه را می توان برای مقاصد سرمایه گذاری کلی (نامحدود) و یا برای اهداف سرمایه گذاری خاص تنظیم کرد.

ب) قرارداد صکوک مضاربه مبتنی بر امیدنامه رسمی است که کلیه اطلاعات تعیین شده در شریعت مانند ماهیت سرمایه، درصد تقسیم سود و سایر اطلاعات مرتبط با انتشار را در بر دارد.

ج) دارندگان صکوک مضاربه می توانند با فروش آن، مالکیت صکوک را به دیگری انتقال دهند. البته باید هنگام فروش صکوک مضاربه، موارد ذیل رعایت گردد:

- اگر سرمایه مضاربه قبل از شروع عملیات به شکل پول باشد، معامله صکوک معامله پول با پول خواهد بود و باید مطابق قوانین اسلام در زمینه بیع الصرف باشد.
- اگر سرمایه مضاربه به شکل بدهی باشد، معامله صکوک باید مطابق قوانین اسلام در زمینه معامله بدهی باشد.

- اگر سرمایه مضاربه به شکل ترکیبی از پول، اسناد دریافتنی، کالا، مستغلات و منافع خاصی باشد، معامله صکوک باید بر مبنای ارزش مشاع بازاری آنها باشد.

د) هزینه پروژه نشان دهنده حجم و میزان سرمایه‌های سرمایه‌گذاری است و باید قطعی، مشخص و به دور از هر گونه ابهامی برای طرفهای قرارداد باشد. البته همانطور که قبلاً نیز بیان شد، مضارب می‌تواند علاوه بر مدیریت پروژه، در زمره سهامداران نیز قرار گیرد و قسمتی از صکوک مضاربه را مالک شود. در این صورت، سود او مجموع سود ناشی از سرمایه‌گذاری و سود ناشی از فعالیت به عنوان مضارب خواهد بود.

ه) مدیر یا ناشر نباید در قرارداد صکوک مضاربه، سرمایه یا سود ثابت را تضمین کنند. همچنین مقدار سود نباید بر اساس درصدی از سرمایه تعیین شود. در نهایت نیز باید اطلاعات و جزئیات مربوط به سود و زیان طرح برای دارندگان صکوک منتشر شود.

و) بدیهی است که در صورت وقوع زیان در اصل سرمایه باید آن را با کسر سود دارنده صکوک جبران نمود.

ز) در قرارداد مضاربه، شخص ثالثی غیر از مضارب یا سرمایه‌گذاران می‌تواند در صورت بروز زیان، ضرر وارده را جبران نماید. این تضمین در متون فقهی تحت عنوان "قرارداد تبرع" قرار می‌گیرد و تنها در صورتی صحیح است که فرد تضمین کننده از نتایج و عواقب ضمانت خود آگاه باشد. در بعضی موارد ممکن است ذینفعی که از انجام پروژه سود می‌برد، پرداخت زیان‌های وارده را تضمین نماید. در مواردی که با یک معاملات صکوک ساختار یافته سروکار داریم، مالک پروژه غالباً به صورت یک شخصیت مجزا از سرمایه‌گذاران و مضارب باقی می‌ماند. این قبیل اشخاص می‌توانند پرداخت زیان‌های وارده به سرمایه‌گذاران را تضمین نمایند و پرداخت زیان‌ها نیز از محل سرمایه‌های خودشان خواهد بود. این تضمین به نفع مضارب صورت گرفته است. تنظیم متن ضمانت‌نامه باید به گونه‌ای باشد که حداکثر اطمینان خاطر برای سرمایه‌گذاران فراهم آید.

ح) غالباً – مگر آنکه از قبل بر غیر این توافق شود – تعهد هر سرمایه‌گذار نسبت به سهم او از سرمایه‌گذاری، از دیگران مستقل است و در صورتی که یک سرمایه‌گذار از ایفاء تعهدات سرباز زند، سایر سرمایه‌گذاران ملزم به رعایت تعهدات خود هستند.

ط) مضارب، در قرارداد مضاربه امین است. لذا نمی‌توان او را به دلیل وقوع ضرر در پروژه‌ها یا عملکرد ضعیف مؤاخذه نمود، مگر آنکه در انجام وظایف خود تقصیر یا سهل‌انگاری کند. به همین دلیل نباید در متن قرارداد عبارتی به صورت مستقیم یا غیرمستقیم دال بر تضمین سرمایه گنجانده شده باشد. در صورت گنجاندن چنین بندهایی، قرارداد باطل است. اما سرمایه‌گذاران می‌توانند از مضارب طلب نوعی وثیقه کنند تا در صورت رخداد هر یک از موارد کلاهبرداری، سهل‌انگاری یا تقصیر، وی خسارت را جبران کند.

ی) از آنجا که مضاربه مربوط به انجام یا حق‌العمل کاری یک پروژه می‌شود و بیشتر از دارایی‌های محسوس تشکیل شده است، می‌توان صکوک را در بازار ثانویه مورد خرید و فروش قرار داد. این قابلیت منجر به افزایش نقدینگی برای سرمایه‌گذاران می‌شود و مشارکت آنان در سرمایه‌گذاری را ساده‌تر می‌کند؛ چرا که آنان مطمئن می‌شوند در صورت نیاز می‌توانند از مشارکت در پروژه خارج شوند.

ک) سازوکار توزیع سود باید در ابتدای قرارداد و در حین امضای طرفین مشخص گردد. توزیع سود مضاربه نباید به صورت اتفاقی و از پیش تعیین شده و یا به صورت درصدی از مبلغ سرمایه پرداخت شده باشد، بلکه باید به صورت نسبت توافق شده‌ای از سود حاصله باشد. البته تجدیدنظر در بندهای مضاربه از نظر شریعت بلامانع است. جهت توزیع سود بین سرمایه‌گذاران نیازی نیست حتماً دوره سرمایه‌گذاری به اتمام برسد. مضارب می‌تواند توافق کند که قسمتی یا تمام سود را در شرایطی که پروژه هنوز در حال انجام است پرداخت کند. البته این پرداخت باید به صورت "علی‌الحساب" باشد و بعد از اتمام پروژه و حسابرسی آن و شناسایی دقیق و کامل سود و زیان حاصله، تسویه حساب شود. تنظیم قرارداد مضاربه باید طوری باشد که تمام این امکانات را پوشش دهد و سرمایه‌گذاران باید مطلع باشند که مبالغ پرداختی به آنها به عنوان قسمتی از سود در صورت رخداد زیان در ارزیابی نهایی پروژه، از اصل سرمایه‌های آنها کسر خواهد شد.

ل) بازدهی صکوک مضاربه مانند صکوک مشارکت و برخلاف صکوک "سلم"، "اجاره" و "استصناع" که بازدهی ثابتی دارند، متغیر است.

م) عواید دارندگان اسناد "مضاربه" مانند عواید دارندگان سهام نیست. در واقع دارندگان اسناد "مضاربه" تنها از سود آن اسناد بهره‌مند می‌شوند، نه از سود ناشی از افزایش قیمت. همچنین دارندگان اسناد "مضاربه" در مجمع عمومی سالانه شرکت حق رأی ندارند. از سوی دیگر هنگام ورشکستگی شرکت، دارندگان اسناد "مضاربه" قبل از دارندگان سهام مطالبات خود را وصول می‌کنند.

۸-۳ مراحل انتشار

۱) SPV (ضارب) با مالک طرح برای انجام/حق‌العمل کاری طرح وارد قرارداد می‌شود.

۲) SPV (مضارب) برای تامین مالی به انتشار صکوک مبادرت می‌ورزد.

۳) SPV (ضارب) پرداختهای منظم سود و عایدات نهایی حاصل از فعالیت طرح را برای توزیع بین سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌کند.

۴) پس از پایان طرح، SPV (مضارب) طرح به اتمام رسیده را به مالک تحویل می‌دهد.

۸-۴ ریسک اوراق صکوک

ریسک مربوط به اوراق صکوک را به طرق مختلفی می‌توان دسته‌بندی کرد. مهمترین ریسک‌هایی که دارندگان اوراق صکوک با آن مواجه هستند را می‌توان به صورت زیر بیان کرد:

۱- ریسک از بین رفتن دارایی‌ها

چنانچه به دارایی مورد اجاره در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید آنگاه از ارزش آن دارایی کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق بیمه کردن دارایی‌ها به طور کامل حذف کرد.

۲- ریسک نرخ سود

مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند. بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آنها در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می‌کنند.

۳- ریسک کاهش قیمت دارایی

چنانچه ارزش دارایی‌ها در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد زیرا در این صورت آنها می‌توانند با اعمال اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه اختیار فروش به شرکت با مقصد خاص یا بانی بفروشند.

۹- مزایای اوراق صکوک

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

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

۱۰- زیرساخت‌های لازم برای توسعه بازار صکوک

- استاندارد کردن دارایی‌هایی که می‌تواند در این فرآیند مورد استفاده قرار بگیرد.
- استاندارد کردن فرآیند ارزیابی قیمت‌گذاری این دارایی‌ها
- تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق
- تسهیل فرآیند ارزیابی و تأیید شرعی ساختار اوراق صکوک

- استاندارد کردن فرآیند انتشار و عرضه اوراق
- ایجاد یک بازار ثانویه برای خرید و فروش اوراق صکوک و کمک به نقدشوندگی آن برای اینکه بازار صکوک به یک بازار توسعه یافته برای مدیریت نقدینگی تبدیل شود باید شرایط ذیل فراهم شود.
- ناشران متعدد با رتبه بندی‌های اعتباری متفاوت اقدام به عرضه صکوک نمایند.
- اوراق صکوک موجود در بازار دارای سررسیدهای متفاوت (کوتاه مدت و بلند مدت) باشد.
- بین ناشران، سرمایه‌گذاران، مؤسسات رتبه بند و سایر نهادهای مربوطه رابطه منسجمی وجود داشته باشد.

۱۱- مقایسه صکوک با ابزارهای مرسوم دارای درآمد ثابت

۱۱-۱ وجوه افتراق

صکوک با اوراق قرضه مرسوم در بازارهای مالی از جهات زیر تفاوت دارد:

- صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است. که نرخ بهره وام هم ثابت است و این موجب ربا می‌شود.
- دارایی موضوع اوراق صکوک 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.
- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.
- فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.
- 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.

۱۱-۲ وجوه اشتراک

وجوه تشابه صکوک و اوراق قرضه به شرح زیر است:

- قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه
- درجه‌بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه بند

- قابلیت افزایش اعتبار

۱- تنوع در طراحی و عرضه

۱۲- جمع بندی و نتیجه گیری

با توجه به مطالب ارائه شده میتوان نتیجه گرفت که ابزار مالی صکوک یکی از رایجترین و متداولترین ابزارهای مالی است که در جریان تبدیل به اوراق بهادار کردن داراییها شکل گرفت و بر همین اساس، در رده داراییها به پشتوانه داراییها قرار میگیرد. صکوک ضمن فعالیت مستقیم با بخش حقیقی اقتصاد باعث برطرف نمودن مشکلات ناشی از عدم تأمین سرمایه مطلوب و افزایش هزینههای ناشی از آن میشود.

در این تحقیق سعی شد تا بر اساس ماهیت ابزارهای نوین تأمین مالی اسلامی، امکانپذیری بهرهبرداری از این ابزارها در جهت تأمین مالی سازمانها و شرکتهای تکنولوژی محور و صنایع نوپا را مورد مطالعه قرار دهد. نتیجههای حاصل از تحقیق، نشانگر آن است که از بین انواع مختلف صکوک قابل استفاده در بازارهای مالی سه اوراق اجاره و استصناع و مضاربه از کارآیی بیشتری در این نوع سازمانها و شرکتهای برخوردارند و قابلیت انطباق بیشتر و پیادهسازی آسانتری را دارند.

مراجع

- [۱] خواجه محمود آبادی حمید (۱۳۷۸)، بررسی چگونگی تأمین مالی طرحهای تولیدی و خدماتی در نظام بانکی کشور (مطالعه موردی بانک صادرات استان یزد)، پایاننامه کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه امام صادق (ع).
- [۲] ساندرا راجان وی و لوکا اریکو، (۱۳۸۱)، جایگاه ابزارهای سرمایه گذاری و موسسات مالی اسلامی در نظام مالی اسلامی در نظام بین الملل، مباحث اصلی در مدیریت ریسک و چالش های موجود، مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران، موسسه عالی بانکداری ایران.
- [۳] شیخ طوسی محمد بن حسن، (۱۴۱۷)، «الخلاف»، چاپ سوم، قم، موسسه نشر اسلامی.
- [۴] صالح آبادی علی (۱۳۸۵)، «بازارهای مالی اسلامی»، جلد اول، تهران، دانشگاه امام صادق (ع).
- [۵] طهماسب شیرین (۱۳۸۷)، «آشنایی با اوراق صکوک»، چاپ اول، تهران، بازار سرمایه ایران.
- [۶] قمی ابوالقاسم، (۱۴۱۳)، «جامع الشتات»، چاپ سوم، تهران، موسسه کیهان.
- [۷] موسویان سید عباس، (۱۳۸۶)، «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- [۸] موسوی سید محسن، فرهادی روح اله (۱۳۸۹)، روشهای تأمین مالی بنگاههای کوچک و متوسط، اندیشه اقتصاد، ص ۲۸.
- [۹] نجفی مهدی (۱۳۸۵)، بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، چاپ اول، تهران، پایگاه بازار سرمایه ایران.

[۱۰] ندری کامران، کارگر مطلق احمد (۱۳۸۹)، امکان سنجی استفاده از صکوک در جهت تأمین مالی صادرات، اقتصاد اسلامی، شماره ۳۷، ص ۸۹-۱۲۰.

[11] Abod, Shaikh Ghazali et. al., (1992). *An Introduction to Islamic Finance*. KL:Quill.,.

[12] Ahmad, Ziauddin, Khan, M. Fahim and Iqbal, Munawar., (1983). *Money and banking in Islam*. Islamabad: IPS.

[13] Iqbal, z., (2007). *an Intruduction to Islamic Finance*, Theory and Practice, John Willey.

[14] Michael J.T. McMillen., (2003). "Shari'a-Compliant Finance Structures and the Development of an Islamic Economy"., The Proceedings of the Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance: Islamic Finance: Dymanics and Development.

[15] Michael J.T. McMillen., (2006). "Shari'ah-Compliant Real Estate Finance in Europe"., Euromoney 2006 Guide to Opportunities and Trends in Islamic Finance.

[16] Mohamed Rafe Md. Haneef., (2005). "Recent Trends an Innovations in Islamic Debt Securities: Prospects for Islamic Profit and Loss Sharing Securities"., Harvard Islamic Finance.