



سلسله نشست‌های تخصصی مالی اسلامی

ابعاد فقهی انتشار صکوک بین‌المللی در نظام مالی ایران

رسول خوانساری

r.khansari@gmail.com

مهر ۱۳۹۸

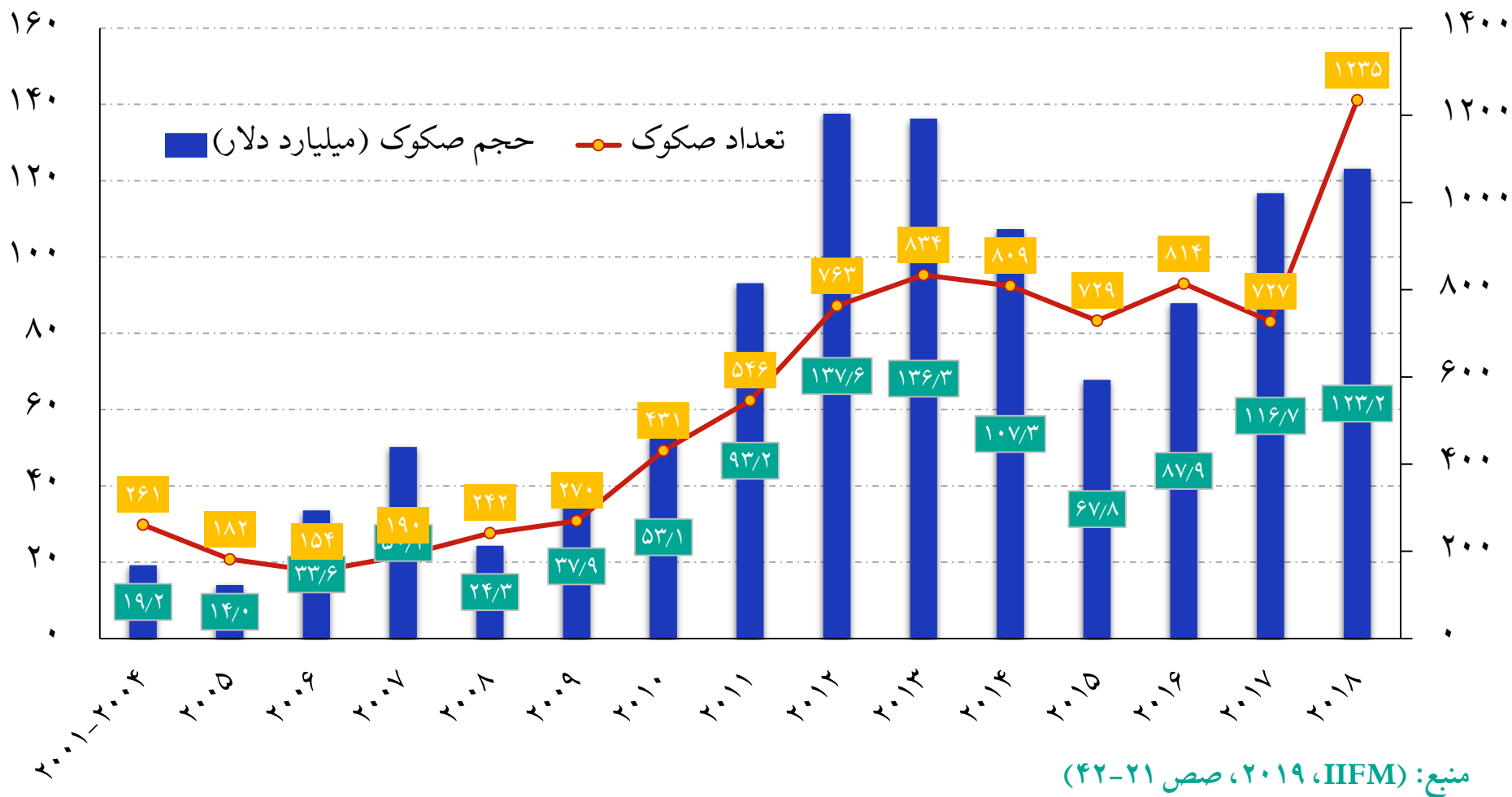
ارواح

س

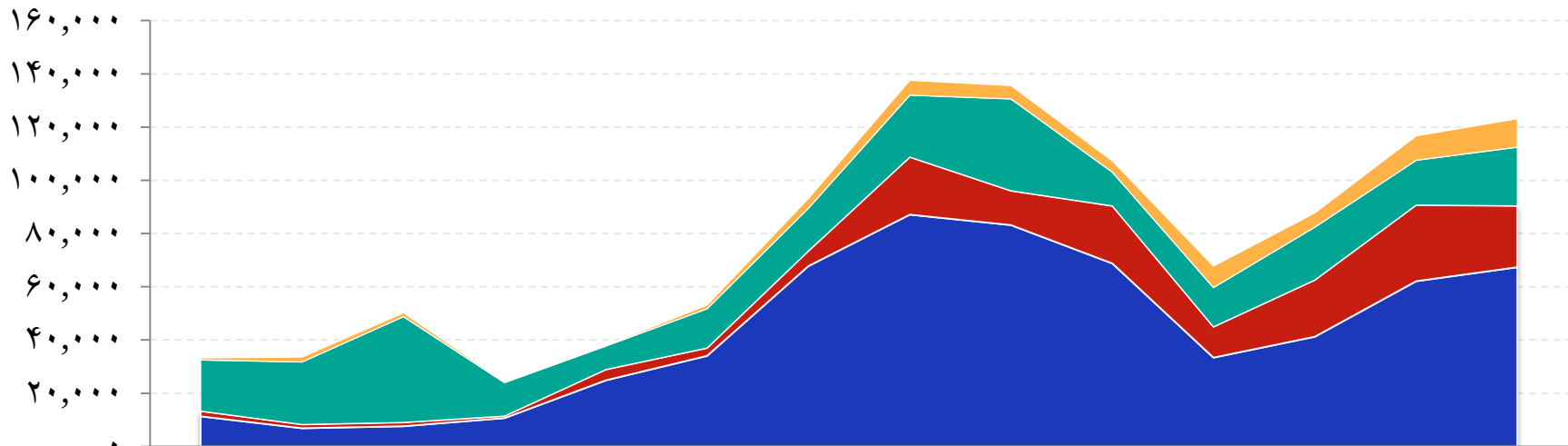


- ❖ اوراق قرضه بین‌المللی به عنوان یکی از ابزارهای مهم در تامین مالی خارجی
- ❖ استفاده از صکوک به عنوان جایگزین اوراق قرضه
- ❖ نیاز تامین مالی دولت و بنگاه‌های اقتصادی
- ❖ اتکای بیش از حد به درآمدهای نفتی
- ❖ ضرورت استفاده از شیوه‌ها و ابزارهای نوین تامین مالی
- ❖ ظرفیت بالقوه توسعه بازار صکوک بین‌المللی در ایران

روند رو به رشد انتشار صکوک در جهان



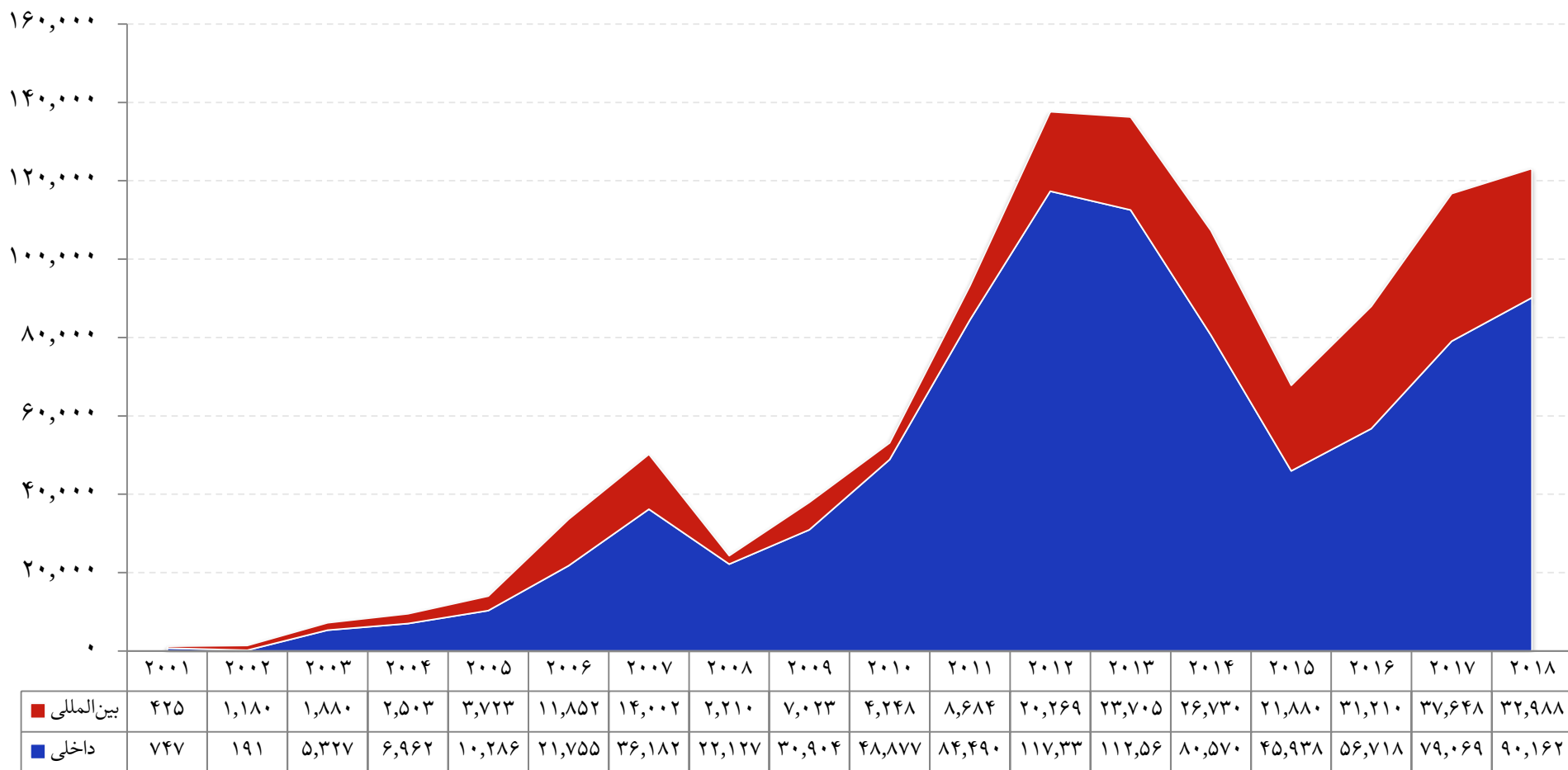
روند انتشار صکوک جهانی به تفکیک انواع ناشران از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ (ارقام به میلیون دلار)



	۲۰۰۱	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	۲۰۱۲	۲۰۱۳	۲۰۱۴	۲۰۱۵	۲۰۱۶	۲۰۱۷	۲۰۱۸
نهادهای مالی	۷۳۵	۱,۸۶۴	۱,۴۰۰	۲۹۶	۱۹۳	۱,۳۹۵	۳,۷۰۶	۵,۶۲۳	۴,۹۶۹	۴,۲۰۲	۸,۱۵۵	۵,۳۹۵	۹,۱۶۳	۱۰,۶۹۳
شرکتی	۱۹,۱۸۵	۲۳,۴۲۰	۳۹,۷۰۲	۱۲,۵۴۹	۸,۸۵۶	۱۴,۷۷۸	۱۶,۰۵۲	۲۳,۲۳۵	۳۴,۵۸۵	۱۲,۶۷۵	۱۴,۷۳۱	۱۹,۸۱۷	۱۶,۸۳۵	۲۲,۰۳۹
شبه‌حکومتی	۱,۹۷۹	۱,۴۴۸	۱,۴۹۷	۸۵۵	۳,۹۹۶	۲,۸۸۱	۵,۶۵۱	۲۱,۶۴۹	۱۲,۷۹۳	۲۱,۶۳۵	۱۱,۵۰۳	۲۱,۳۱۷	۲۸,۶۲۲	۲۳,۰۳۸
حکومتی	۱۱,۳۲۴	۶,۸۷۴	۷,۵۸۵	۱۰,۶۳۷	۲۴,۸۸۱	۳۴,۰۷۱	۶۷,۷۶۵	۸۷,۰۹۳	۸۳,۲۱۱	۶۸,۷۸۸	۳۳,۴۲۹	۴۱,۲۵۵	۶۲,۰۹۷	۶۷,۳۸۱

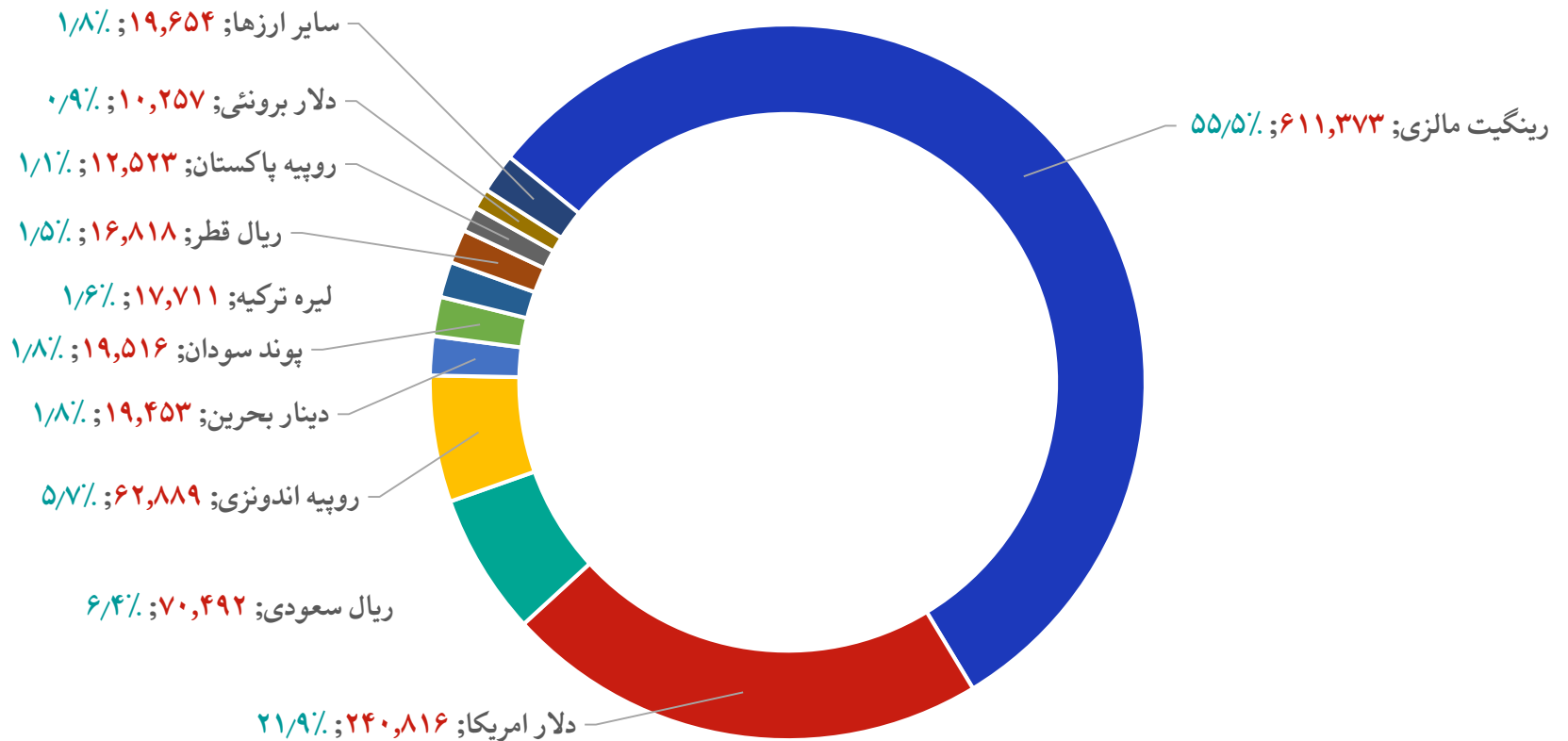
منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، صص ۳۳-۳۵)

سهم صکوک بین‌المللی در برابر صکوک داخلی (ارقام به میلیون دلار)

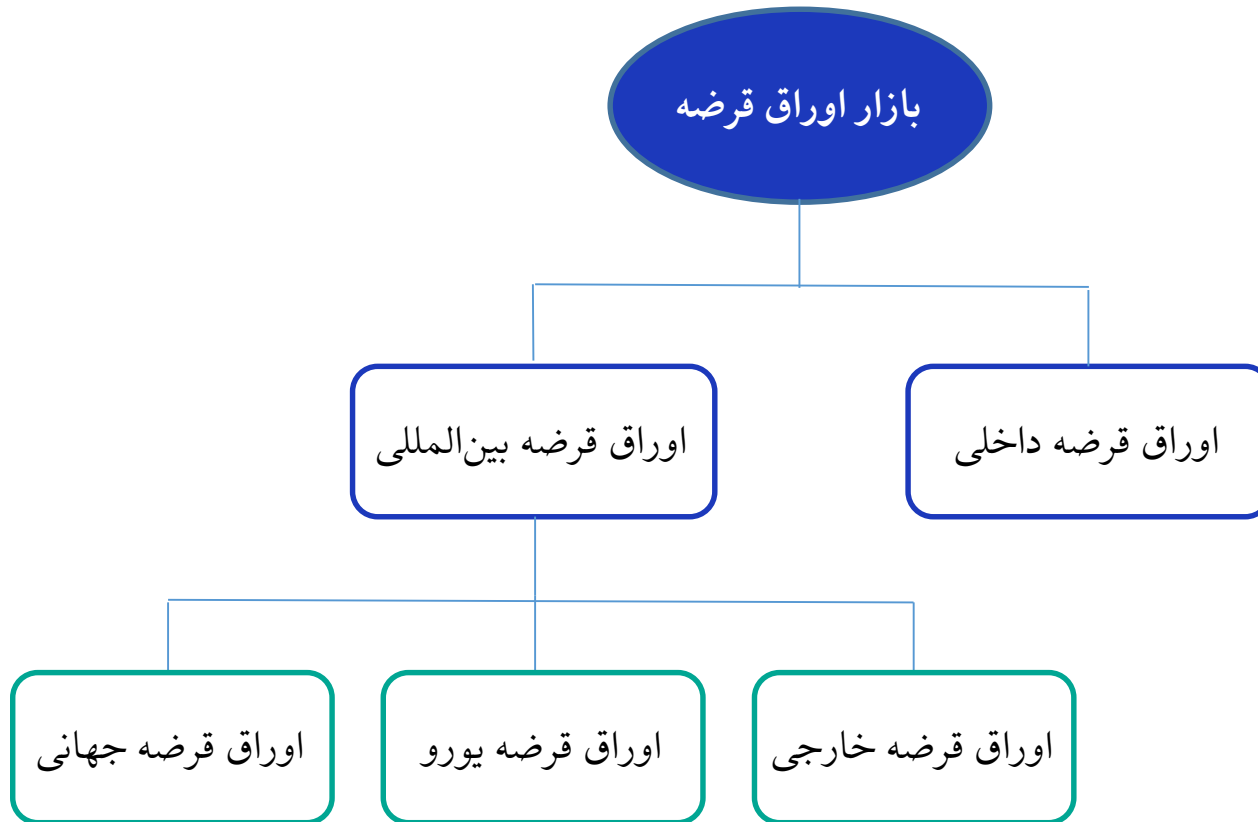


منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، صص ۴۲-۴۶)

سهم ارزهای گوناگون از صکوک منتشره از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ (ارقام به میلیون دلار)



منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، ص ۶۱)



انواع اوراق قرضه

❖ **اوراق قرضه داخلی:** اوراق قرضه‌ای که توسط ناشران مقیم یک کشور منتشر، پذیره‌نویسی و سپس در همان کشور مبادله می‌شود.

(فبوزی، ۲۰۱۶، ص ۱۹۰)

❖ **اوراق قرضه خارجی:** اوراق قرضه‌ای که در بازار کشور میزبان (متعلق به سرمایه‌گذاران) و بر حسب واحد پول آن کشور، توسط یک ناشر (قرض‌گیرنده) خارجی منتشر می‌شود.

(میشکین، ۲۰۱۵، ص ۲۰-۲۰ یون و رزنیک، ۲۰۱۵، ص ۳۰۴)

❖ **اوراق قرضه یورو:** اوراق قرضه‌ای که خارج از کشور مربوط به واحد پول اوراق، از طریق یک سندیکای بین‌المللی از بانک‌ها و کارگزاران در سطح بین‌المللی منتشر و توزیع می‌شود و پس از آن در چندین مرکز مالی بین‌المللی مورد دادوستد قرار می‌گیرد.

(چودری، ۲۰۱۰، ص ۷۵-مادورا، ۲۰۱۲، ص ۷۵)

انواع اوراق قرضه

نمونه‌های اوراق قرضه خارجی



اوراق کیوی



اوراق افرا



اوراق ماتروشکا



اوراق بولداگ



اوراق یانکی



اوراق سامورایی



اوراق باقلوا



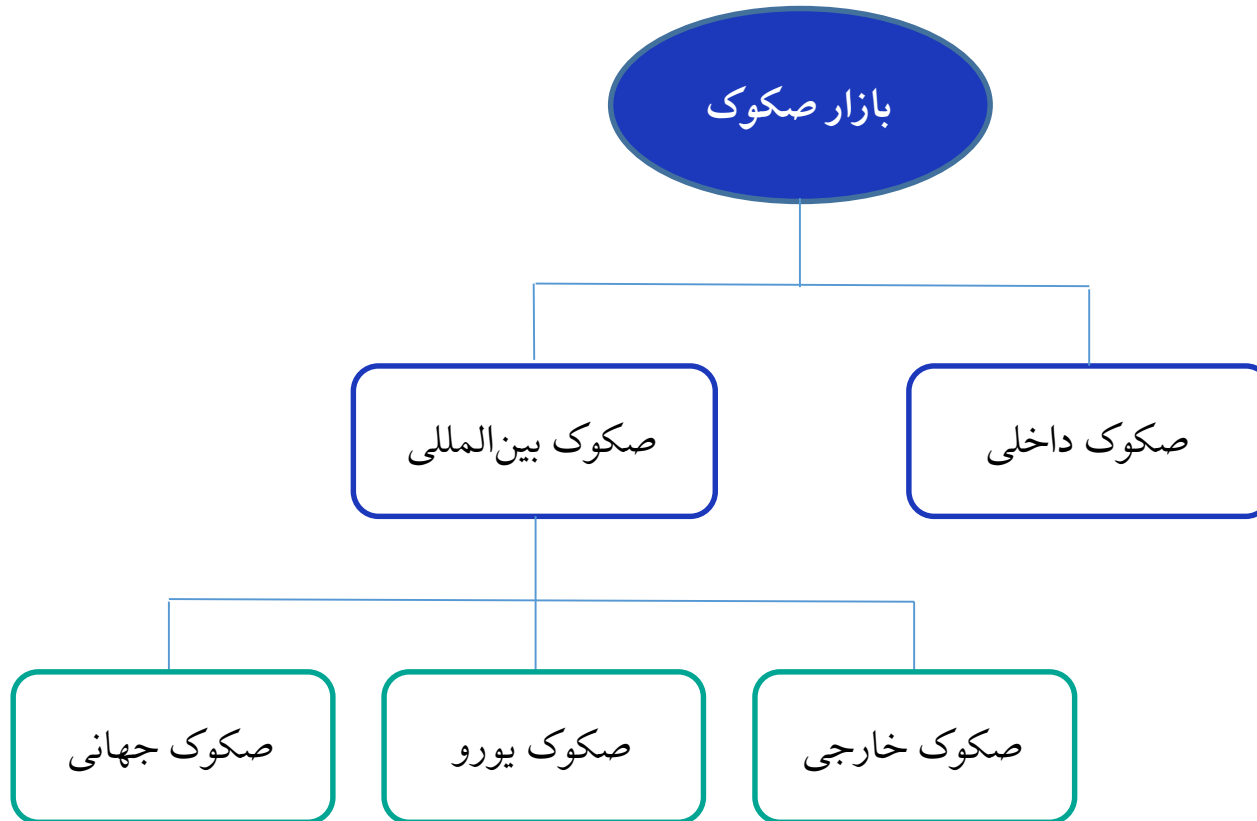
اوراق پاندا



اوراق ماتادور



اوراق رمبراند



انواع صکوک

❖ **صکوک داخلی:** صکوک که توسط ناشران مقیم یک کشور منتشر، پذیرهنویسی و سپس در همان کشور مبادله می‌شود.

❖ **صکوک بین‌المللی:** صکوک که خارج از کشور محل اقامت ناشر انتشار می‌یابد و بین سرمایه‌گذاران در کشورهای گوناگون توزیع می‌شود.

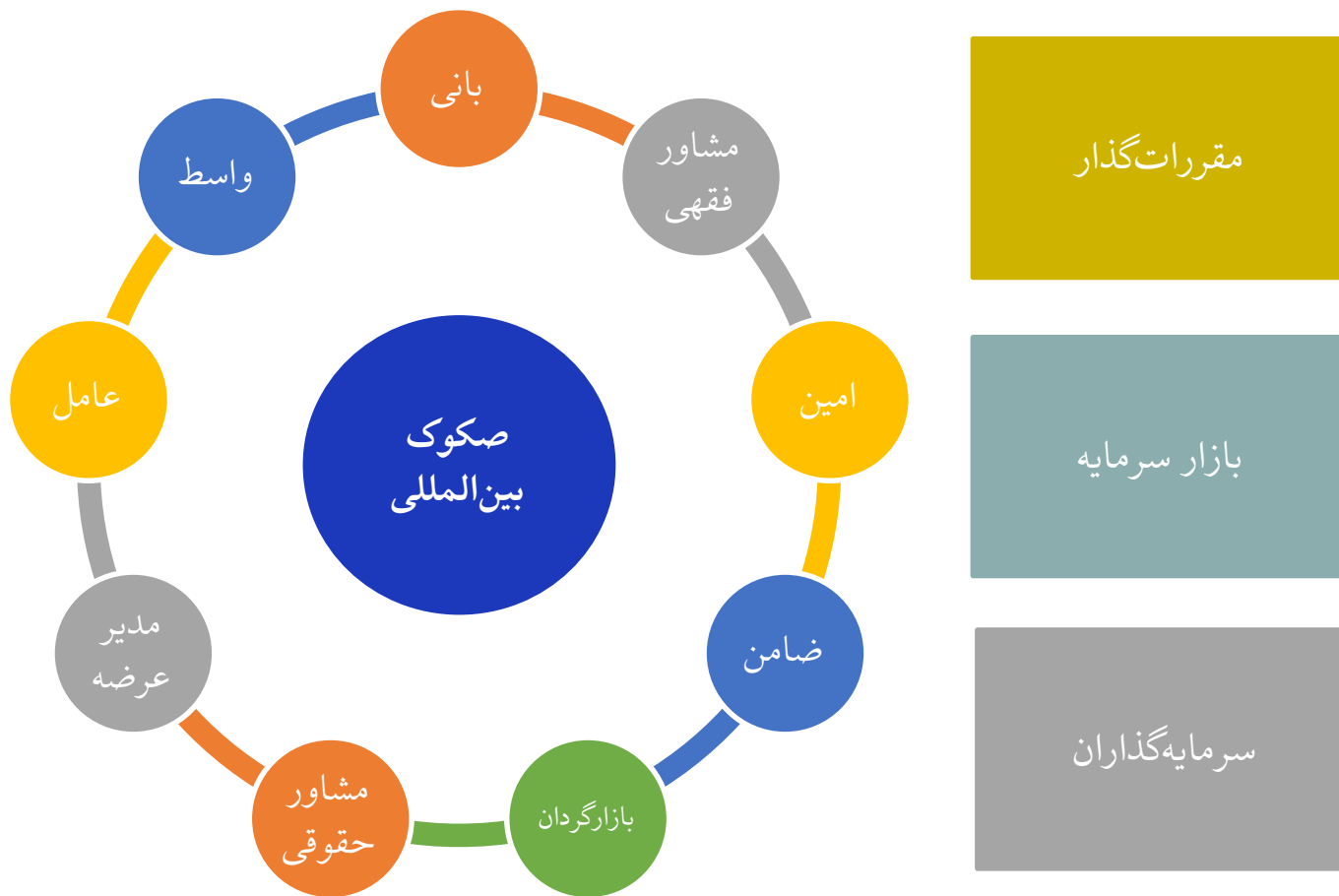
❖ **صکوک خارجی:** صکوک که در بازار کشور میزبان (متعلق به سرمایه‌گذاران) و بر حسب واحد پول آن کشور، توسط یک ناشر (قرض‌گیرنده) خارجی منتشر می‌شود.

❖ **صکوک یورو:** صکوک که خارج از کشوری که واحد پول اوراق متعلق به آن است، از طریق یک سندیکای بین‌المللی منتشر شده و در کشورهای مختلف مورد معامله قرار می‌گیرد.

❖ **صکوک جهانی:** صکوک که بیشتر توسط دولت‌های مرکزی و سازمان‌های فراملی مانند بانک‌های توسعه‌ای منتشر می‌شود و به طور همزمان در بازارهای مهم کل دنیا فروخته و پس از آن دادوستد می‌شود.

مهم‌ترین مزایای صکوک بین‌المللی برای ناشران و سرمایه‌گذاران

مزایای برای ناشران	مزایای برای سرمایه‌گذاران
متنوع‌سازی منابع تامین مالی	امکان متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری و افزایش انعطاف‌پذیری
افزایش وجهه بین‌المللی ناشران در بازارهای مالی و دسترسی به گستره وسیع‌تر سرمایه‌گذاران	امکان حمایت در برابر نوسان‌های ارزی
تامین مالی انبوه به منظور توسعه زیرساخت‌ها و اجرای طرح‌های کلان	ابزاری مناسب برای سرمایه‌گذاری در محصولات منطبق با شریعت
امکان استفاده به منظور کاهش کسری بودجه دولت‌ها	وجود مزایای مالیاتی برای سرمایه‌گذاران
قابلیت استفاده به منظور تقویت سرمایه بانک‌ها و موسسات اعتباری	وجود شفافیت بیشتر به دلیل لزوم افشای اطلاعات توسط ناشر
امکان استفاده به منظور مدیریت نقدینگی و ریسک	ریسک پایین‌تر به دلیل سازوکارهای ارتقای اعتباری و لزوم وجود دارایی‌های فیزیکی در برخی انواع صکوک
وجود مزایای مالیاتی برای ناشران	امکان دستیابی به بازده بالاتر در مقایسه با اوراق بهادار متعارف
وجود مزایای قانونی به ویژه در مناطق آفشور	
پوشش نیازهای تامین مالی بر حسب نیاز به ارزش‌های گوناگون	



نهادهای مقررات‌گذار در بازار صکوک بین‌المللی

۳

IIFM

بازار بین‌المللی مالی
اسلامی

۲

IFSB

هیئت خدمات مالی
اسلامی

۱

AAOIFI

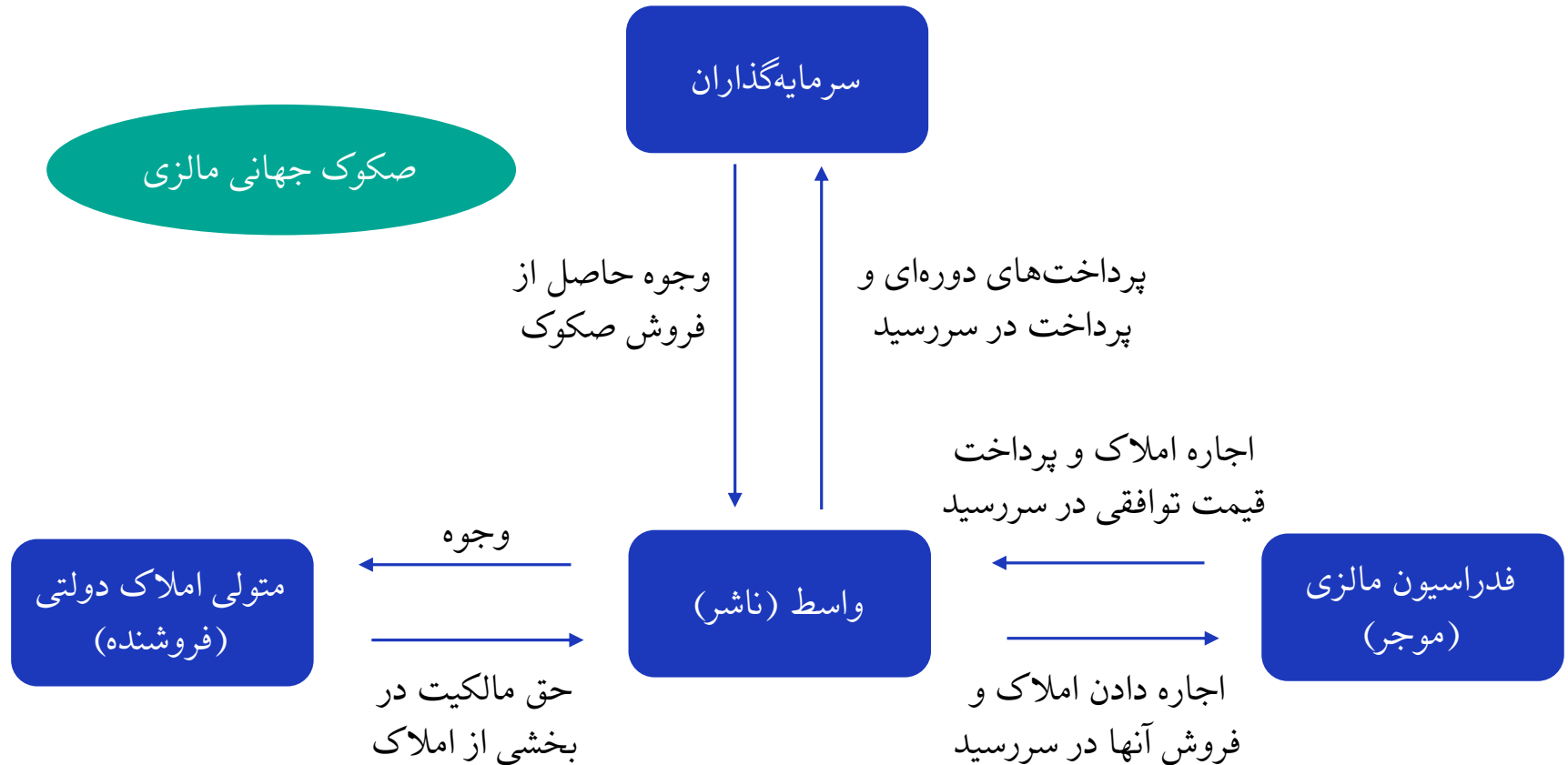
سازمان حسابداری و
حسابرسی مؤسسات
مالی اسلامی

بورس‌های معروف صکوک بین‌المللی



پیشینه صکوک بین‌المللی

ساختار اولین صکوک بین‌المللی منتشر شده در سال ۲۰۰۲



منبع: (الامینه، ۲۰۱۲، ص ۱۷۲)

آمار صکوک بین‌المللی

صکوک بین‌المللی منتشر شده به تفکیک مناطق گوناگون از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸

آسیا و آسیای شرقی	تعداد انتشار	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	سهم از کل مبلغ منتشره (درصد)
چین	۱	۹۷	۰/۰۴
هنگ‌کنگ	۵	۳,۱۹۶	۱/۲۷
اندونزی	۱۸	۱۶,۶۰۳	۶۶/
ژاپن	۳	۱۹۰	۰/۰۸
مالزی	۱۰۷	۶۳,۶۵۳	۲۵/۳۲
پاکستان	۴	۳,۶۰۰	۱/۴۳
سنگاپور	۴	۷۱۱	۰/۲۸
مجموع	۱۴۲	۸۸,۰۵۰	۳۵/۰۲
شورای همکاری خلیج فارس و خاورمیانه	تعداد انتشار	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	سهم از کل مبلغ منتشره (درصد)
بحرین	۱۰۲	۱۱,۴۳۰	۴/۵۵
کویت	۱۷	۳,۳۲۷	۱/۳۲
عمان	۵	۴,۲۱۹	۱/۶۸
قطر	۱۸	۱۱,۸۴۵	۴/۷۱
عربستان سعودی	۵۹	۴۷,۳۲۴	۱۸/۸۲
امارات متحده عربی	۱۰۹	۷۱,۰۵۴	۲۸/۲۶
مجموع	۳۱۰	۱۴۹,۱۹۹	۵۹/۳۴

منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، صص ۴۲-۴۱)

آمار صکوک بین‌المللی

صکوک بین‌المللی منتشر شده به تفکیک مناطق گوناگون از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸

افریقا	تعداد انتشار	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	سهم از کل مبلغ منتشره (درصد)
نیجریه	۱	۱۵۰	۰/۰۶
افریقای جنوبی	۱	۵۰۰	۰/۲۰
سودان	۱	۱۳۰	۰/۰۵
مجموع	۳	۷۸۰	۰/۳۱
اروپا و سایر مناطق	تعداد انتشار	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	سهم از کل مبلغ منتشره (درصد)
فرانسه	۱	۱	۰/۰۰
آلمان	۳	۲۰۶	۰/۰۸
لوکزامبورگ	۳	۲۸۰	۰/۱۱
ترکیه	۲۴	۹,۷۶۲	۳/۸۸
انگلستان	۱۰	۱,۷۱۹	۰/۶۸
ایالات متحده امریکا	۵	۱,۳۶۷	۰/۵۴
قزاقستان	۱	۷۷	۰/۰۳
مجموع	۴۷	۱۳,۴۱۱	۵/۳۳
کل	۵۰۲	۲۵۱,۴۴۱	۱۰۰

منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، صص ۴۲-۴۱)

آمار صکوک بین‌المللی

صکوک بین‌المللی منتخب از نظر حجم انتشار

ناشر	سال انتشار	کشور	نوع صکوک	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	سررسید (سال)	واحد پول	ساختار
وزارت مالی ترکیه	۲۰۱۸	ترکیه	دولتی	۶۲۲	۲	یورو	اجاره
وزارت مالی عمان	۲۰۱۸	عمان	دولتی	۱,۵۰۰	۷	دلار امریکا	مراجعه
دولت عربستان	۲۰۱۷	عربستان	دولتی	۹,۰۰۰	۷/۵	دلار امریکا	ترکیبی
دولت اندونزی	۲۰۱۷	اندونزی	دولتی	۳,۰۰۰	۷/۵	دلار امریکا	وکالت
دولت عمان	۲۰۱۷	عمان	دولتی	۲,۰۰۰	۷	دلار امریکا	اجاره
بانک توسعه اسلامی	۲۰۱۷	عربستان	شبه‌دولتی	۱,۲۶۰	۵	دلار امریکا	وکالت
شرکت سرمایه‌گذاری دوبی	۲۰۱۷	امارات	شبه‌دولتی	۱,۰۰۰	۱۰	دلار امریکا	ترکیبی
بانک توسعه اسلامی	۲۰۱۶	عربستان	شبه‌دولتی	۲,۷۰۰	۵	دلار امریکا	وکالت
دولت اندونزی	۲۰۱۶	اندونزی	دولتی	۲,۵۰۰	۸	دلار امریکا	وکالت
هواپیمایی اتحاد	۲۰۱۶	امارات	شرکتی	۱,۵۰۰	۵	دلار امریکا	وکالت
دولت مالزی	۲۰۱۵	مالزی	دولتی	۱,۵۰۰	۲۰	دلار امریکا	ترکیبی
پتروناس	۲۰۱۵	مالزی	شرکتی	۱,۲۵۰	۵	دلار امریکا	وکالت
دولت هنگ‌کنگ	۲۰۱۵	هنگ‌کنگ	دولتی	۱,۰۰۰	۵	دلار امریکا	ترکیبی
بانک اسلامی دوبی	۲۰۱۵	امارات	شرکتی	۱,۰۰۰	بدون سررسید	دلار امریکا	مضاربه

منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، ص ۴۳؛ ۲۰۱۸، ص ۴۴؛ ۲۰۱۷، ص ۲۳)

آمار صکوک بین‌المللی

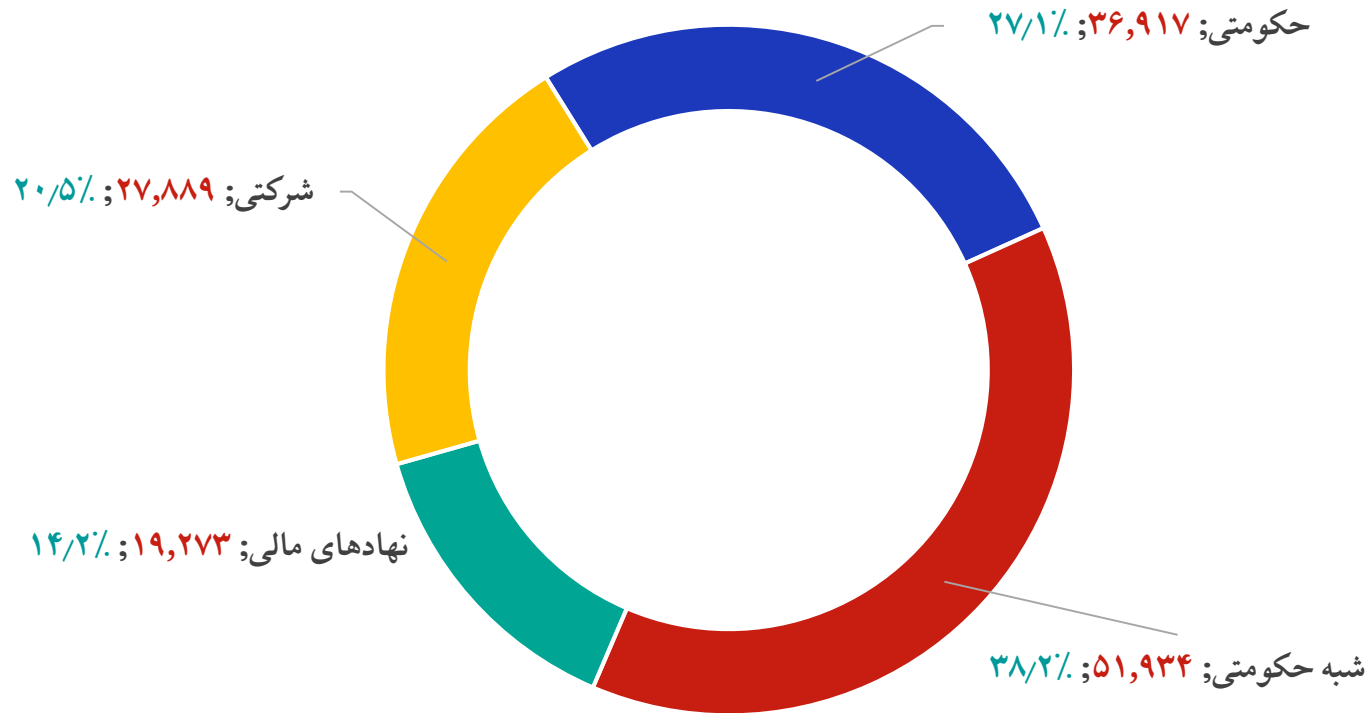
نمونه تقاضا برای صکوک بین‌المللی منتخب

تعهد اضافی پذیره‌نویسی (برابر)	رتبه اعتباری	سررسید (سال)	نوع صکوک	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	سال انتشار	نام صکوک
۵/۲	Baa2 (مودیز)	بدون سررسید	شرکتی	۲۵۰	۲۰۱۷	وربه بانک (کویت)
۴	BB+ (اس اندپی)	بدون سررسید	شرکتی	۴۰۰	۲۰۱۷	گروه بانکی البرکه (بحرین)
۳/۶۷	A+ (فیچ)	۵ و ۱۰	حکومتی	۹,۰۰۰	۲۰۱۷	صکوک حکومتی سعودی
۳/۶۱	Baa3 (مودیز)	۵ و ۱۰	حکومتی	۳,۰۰۰	۲۰۱۷	صکوک حکومتی اندونزی
۳/۴۵	Baa1 (مودیز)	۷	حکومتی	۲,۰۰۰	۲۰۱۷	صکوک حکومتی عمان
۵/۲	Baa1 (مودیز)	بدون سررسید	شبه‌حکومتی	۵۰۰	۲۰۱۶	بانک بوبیان (کویت)
۴/۲	A- (اس اندپی)	۱۰	حکومتی	۱,۰۰۰	۲۰۱۶	صکوک حکومتی مالزی
۴	BBB (فیچ)	۵	شرکتی	۱,۰۰۰	۲۰۱۶	کویت ترک (ترکیه)
۳/۴	BB+ (اس اندپی)	۱۰	حکومتی	۱,۷۵۰	۲۰۱۶	صکوک حکومتی اندونزی
۳/۲	A3 (مودیز)	۵	شرکتی	۵۰۰	۲۰۱۶	بانک اسلامی شارجه (امارات)

منبع: (IFSB، ۲۰۱۸، ص ۱۰۲؛ ۲۰۱۷، ص ۸۶)

آمار صکوک بین‌المللی

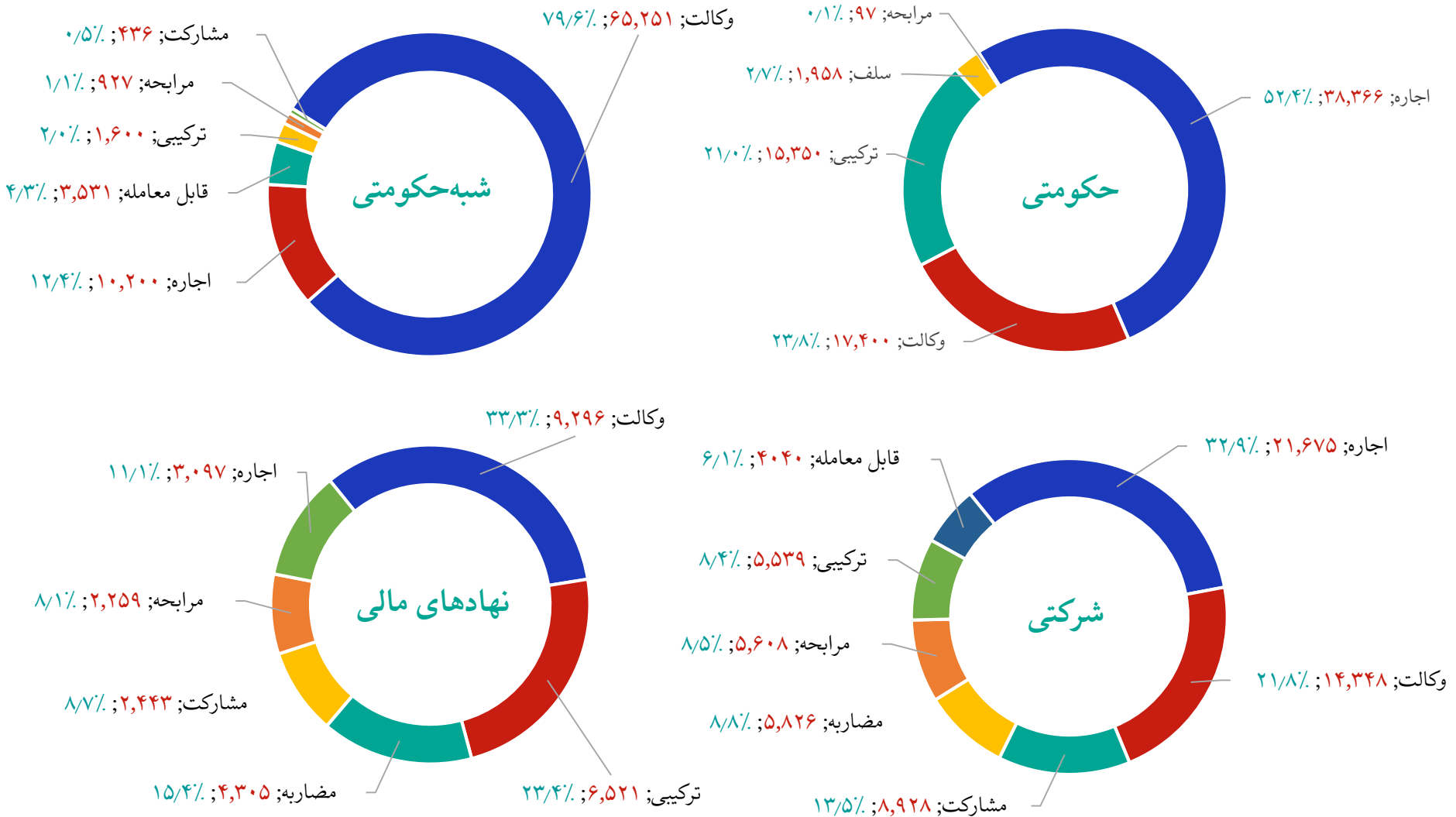
صکوک بین‌المللی منتشره از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ به تفکیک نوع ناشر



منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، ص ۳۷)

آمار صکوک بین‌المللی

انواع صکوک بین‌المللی به تفکیک ساختار از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸



منبع: (IIFM، ۲۰۱۹، ص ۵۱-۵۴)

نمونه صکوک بین‌المللی

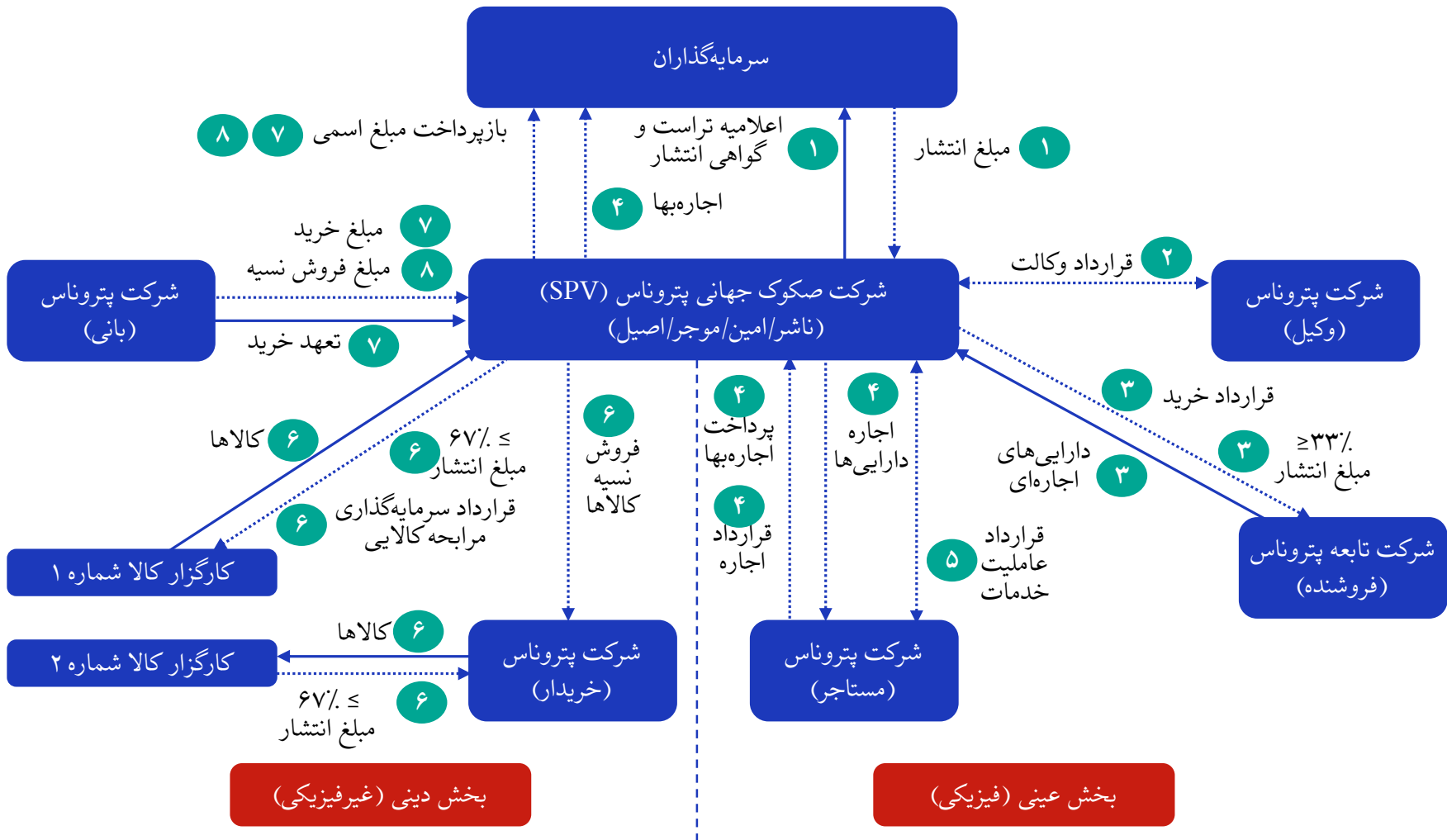
صکوک بین‌المللی شرکت نفت پتروناس مالزی

ویژگی	توضیح
نام	صکوک جهانی پتروناس (PGSL)
بانی	شرکت نفت پتروناس مالزی
ساختار صکوک	وکالت
رتبه اعتباری	رتبه A- از موسسه اس‌اند‌پی و رتبه A1 از موسسه مودیز
حجم انتشار	۱/۲۵ میلیارد دلار
ارز انتشار	دلار امریکا
تاریخ انتشار	۱۸ مارس ۲۰۱۵
تاریخ سررسید	۱۸ مارس ۲۰۲۰
مدت سررسید	پنج سال
بازده	۲/۷۰۷ درصد
شکاف بازده (نسبت به خزانه)	۱/۱ درصد
بازده اوراق خزانه	۱/۶۰۷ درصد
قیمت انتشار	۱۰۰ درصد
قالب انتشار	مقررات 144a / قانون S (شامل ساکنان مالزی)
بورس‌های فهرست شده	بورس لابوان مالزی، بورس مالزی، بورس هنگ‌کنگ
قانون حاکم	حقوق کامن‌لا (به همراه برخی توافق‌ها در چارچوب قانون مالزی)
مدیران و مشاوران عرضه	بانک امریکا، مریل‌لینچ، بانک اسلامی CIMB، سیتی‌گروپ، دویچه‌بانک، اچ‌اس‌بی‌سی، می‌بانک، گروه مالی میتسوبیشی یواف‌جی، مورگان استنلی

منبع: (Petronas Global Sukuk Ltd.)، ۲۰۱۵، ص ۱۴)

نمونه صکوک بین‌المللی

صکوک بین‌المللی شرکت نفت پتروناس مالزی



منبع: (PETRONAS Global Sukuk Ltd., ۲۰۱۵، ص ۱۲)

صکوک بین‌المللی در ایران

❖ با وجود توسعه بازار صکوک داخلی در ایران، از نظر انتشار صکوک بین‌المللی، ایران جایگاه مناسبی در بین سایر کشورهای اسلامی ندارد.

صکوک مشارکت ۱۳۸۹

- ناشر: شرکت نفت و گاز پارس
- یک میلیارد یورو+ ۴ هزار میلیارد ریال
- سه ساله
- کوپن ۸ درصد سالانه پرداخت شش ماه

اوراق ارزی آذر ماه ۱۳۸۱

- ناشر: دولت
- ۳۷۵ میلیون یورو
- شش ساله
- کوپن ۷/۷۵ درصد سالانه
- رتبه اعتباری B+ از موسسه فیچ

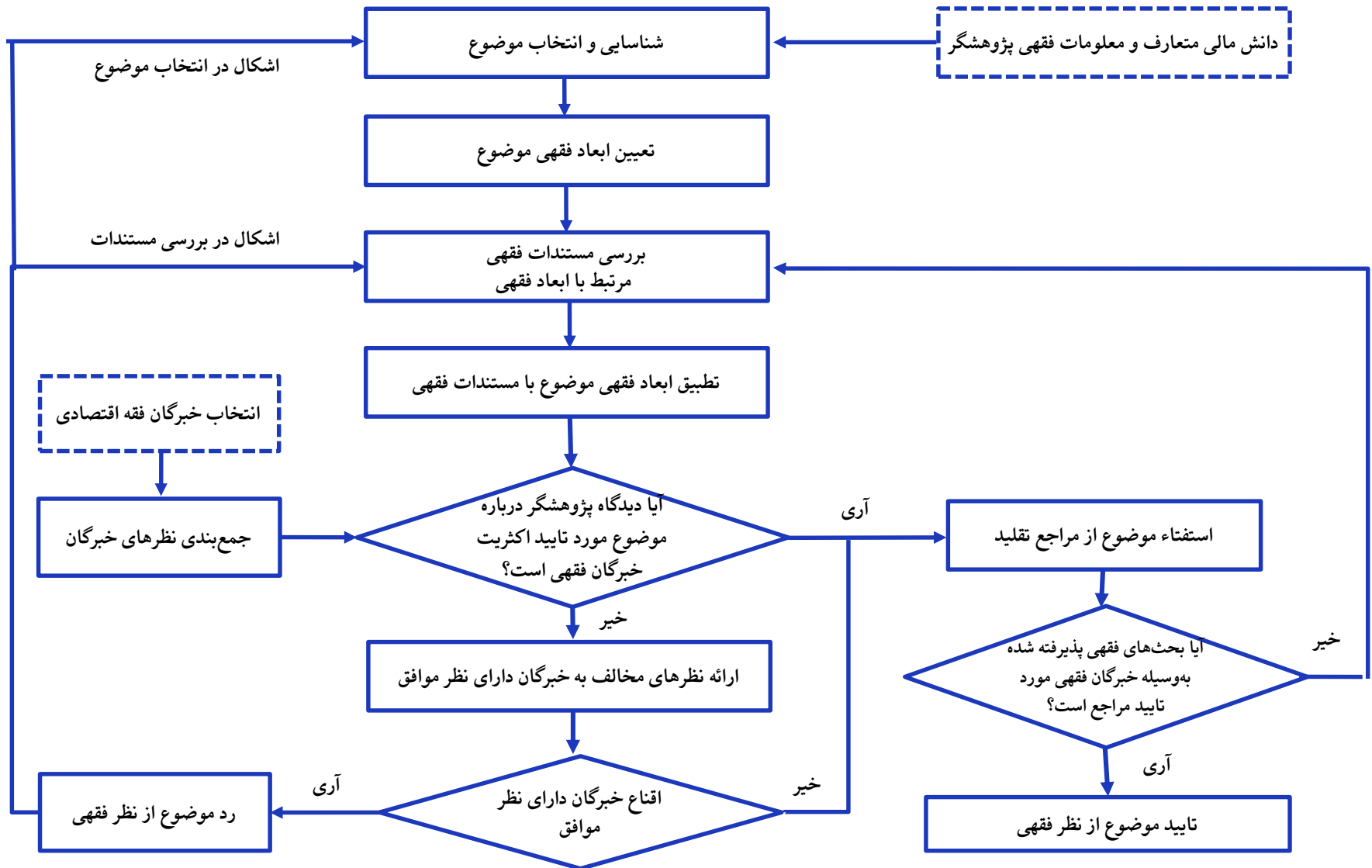
اوراق ارزی تیر ماه ۱۳۸۱

- ناشر: دولت
- ۶۲۵ میلیون یورو
- پنج ساله
- کوپن ۸/۷۵ درصد سالانه
- رتبه اعتباری B+ از موسسه فیچ

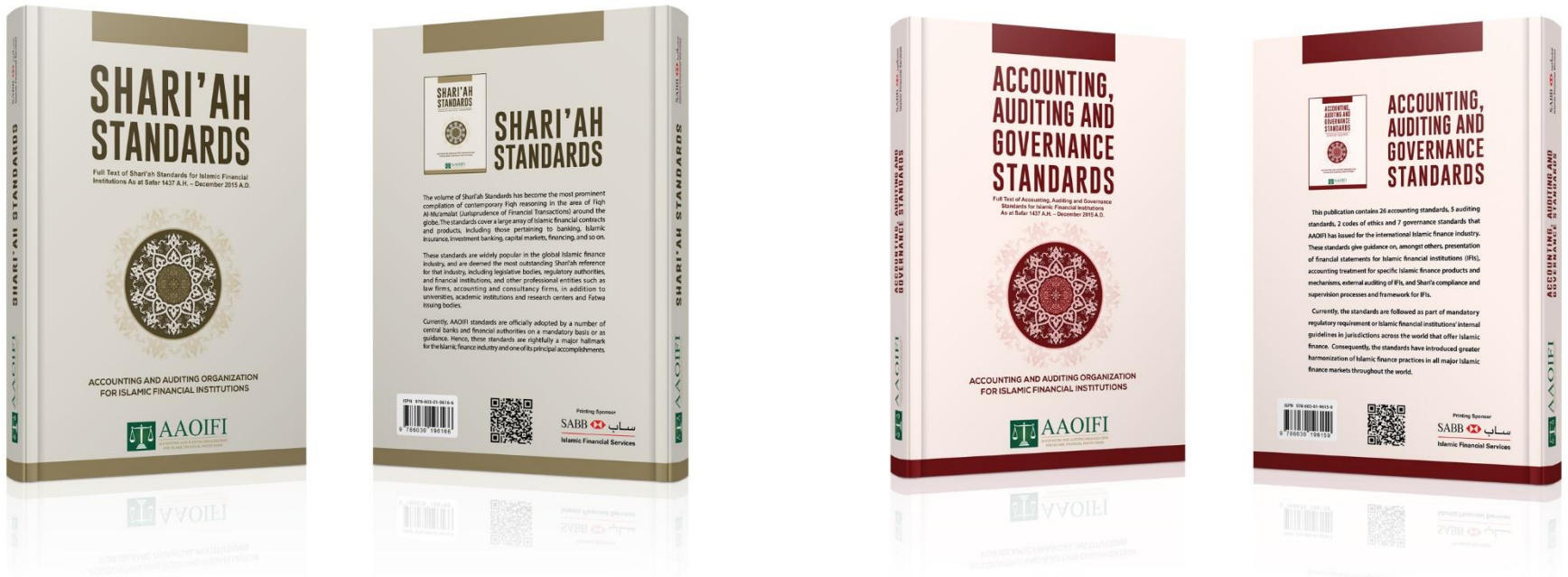
موانع فقهی توسعه بازار صکوک بین‌المللی در ایران

ردیف	موانع فقهی
۱	کمبود استانداردسازی و رتبه‌بندی شرعی در صکوک
۲	عدم ارتباط کافی با نهادها و مجامع فقهی بین‌المللی
۳	کمبود فقهای متخصص در زمینه مالی اسلامی بین‌المللی
۴	تسلط دیدگاه‌های فقهی اهل سنت در بازار صکوک بین‌المللی
۵	پیچیدگی ساختارهای صکوک و دشوار بودن درک مسائل فقهی برای فعالان بازار
۶	طولانی بودن فرایند بررسی فقهی صکوک جدید
۷	نبود راهکار جامع فقهی برای تشکیل استخر دارایی‌های پایه
۸	تفاوت دیدگاه‌ها درباره بیع دین در بین کشورهای اسلامی
۹	کمبود مراکز تخصصی فقهی در زمینه مالی اسلامی
۱۰	تفاوت دیدگاه‌ها درباره ضمانت صکوک در بین کشورهای اسلامی
۱۱	تفاوت دیدگاه‌ها درباره نحوه انتقال مالکیت دارایی‌های پایه صکوک در بین کشورهای اسلامی
۱۲	تفاوت دیدگاه‌ها درباره جریمه تاخیر تادیه در بین کشورهای اسلامی
۱۳	وجود شبهات شرعی درباره شناورسازی نرخ سود در صکوک

مراحل روش اجتهاد چند مرحله‌ای



روش‌شناسی تحلیل ابعاد فقهی



ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی

مقایسه دیدگاه کمیته فقهی سازمان بورس با AAOIFI در ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی

ردیف	موضوع	دیدگاه AAOIFI	دیدگاه کمیته فقهی
۱	انتقال مالکیت دارایی‌های پایه و فروش واقعی در صکوک	❖ صکوک قابل معامله باید بیانگر مالکیت دارندگان اوراق در دارایی‌های واقعی به همراه همه حقوق و تعهدات همراه با مالکیت باشد. ❖ عدم پذیرش مالکیت ذی‌نفعانه	❖ لزوم انتقال مالکیت به صورت واقعی ❖ عدم پذیرش مالکیت ذی‌نفعانه
۲	نرخ بازده و شناورسازی نرخ سود در صکوک	❖ لزوم ارتباط بین نرخ بازده و کارمزدهای پرداختی در صکوک ❖ امکان شناور کردن اجاره‌بها در صورت استفاده از معیار معین و تعیین نرخ کف و سقف ❖ امکان پرداخت سود علی‌الحساب در مشارکت و تعیین روش توزیع سود به صورت متغیر	❖ لزوم ارتباط بین نرخ بازده و کارمزدهای پرداختی در صکوک ❖ پذیرش شناورسازی نرخ سود در اوراق اجاره و مشارکت
۳	تعهد خرید و ضمانت در صکوک	❖ جواز ضمانت در عقود مبادله‌ای ❖ عدم جواز اشتراط جبران خسارت توسط شرکا در عقود مشارکتی به جز در موارد نکول ارادی، سوء مدیریت و نقض قرارداد ❖ جواز بازخرید صکوک به ارزش اسمی در صکوک مبادله‌ای و عدم جواز بازخرید صکوک به ارزش اسمی در صکوک مشارکتی	❖ جواز تضمین اصل سرمایه در عقود مشارکتی توسط شرکا یا شخص ثالث (در ازای دریافت کارمزد) ❖ جواز تضمین حداقل سود توسط شخص ثالث در عقود مشارکتی در ازای دریافت کارمزد
۴	بیع دین و بازار ثانوی در صکوک	❖ عدم جواز بیع دین به غیر مدیون با ثمن حال	❖ جواز بیع دین به غیر مدیون با ثمن حال
۵	استخر دارایی‌ها و تعیین حداقل قیمت در صکوک	❖ تعیین معیار یک‌سوم به عنوان ملاک غلبه اکثریت در استخر دارایی‌ها	❖ تعیین معیار ۶۰ درصد به عنوان ملاک غلبه اکثریت در استخر دارایی‌ها
۶	جریمه تاخیر تادیه در صکوک	❖ عدم جواز دریافت جریمه تاخیر تادیه در قراردادهای مبتنی بر بدهی	❖ جواز دریافت جریمه تاخیر تادیه در قراردادهای مبتنی بر بدهی به صورت وجه‌التزام

بیانیه AAOIFI در سال ۲۰۰۸

- ❖ صکوک قابل معامله باید بیانگر مالکیت دارندگان اوراق در دارایی‌های واقعی (دارایی‌های مشهود یا منافع یا خدمات) به همراه همه حقوق و تعهدات همراه با مالکیت باشد. این امر باید مطابق با استاندارد شرعی شماره ۱۷ AAOIFI درباره صکوک سرمایه‌گذاری باشد. مدیر عرضه (واسط) صکوک باید انتقال مالکیت را در دفاتر خود ثبت کند و آنها را همانند دارایی‌های خود نگهداری کند.
- ❖ صکوک قابل معامله نمی‌تواند دربردارنده جریان‌های درآمدی یا بدهی باشد، مگر در مواردی که موسسه مالی یا سرمایه‌گذاری [به طور کلی ناشر]، همه دارایی‌های خود یا پرتفویی از دارایی‌ها که بخشی از آن شامل تعهدات مالی است را بفروشد به‌گونه‌ای که سهم بدهی‌ها در پرتفوی مساوی یا کمتر از دارایی‌های فیزیکی و منافع موجود در پرتفوی باشد و این امر باید مطابق با استاندارد شرعی شماره ۲۱ AAOIFI درباره اوراق مالی باشد.
- ❖ مدیر عرضه (واسط) خواه به عنوان مضارب یا شریک یا وکیل نمی‌تواند متعهد به پرداخت وام به دارندگان صکوک در صورت کاهش سود مورد انتظار در صکوک شود.

- ❖ فروش واقعی یکی از اولین مراحل در ساختار بندی صکوک است و از این جهت نقش بنیادین در انطباق با شریعت دارد. اگر خرید و فروش دارایی پایه در صکوک، به صورت واقعی و منطبق با شریعت نباشد، دارایی‌ها در راستای مقصود اصلی قرارداد قرار نمی‌گیرند و بازده صکوک نیز بر اساس عملکرد واقعی دارایی پرداخت نمی‌شود و تنها مبتنی بر اعتبار بانی خواهد بود.
- ❖ در صکوک دارایی-پشتوانه، فروش واقعی اتفاق می‌افتد و انتقال مالکیت در آن از نوع مالکیت حقوقی (واقعی) است، در حالی که در صکوک دارایی-پایه، فروش واقعی اتفاق نمی‌افتد و انتقال مالکیت در آن از نوع مالکیت ذی‌نفعانه است، یعنی دارندگان اوراق تنها مالک منافع دارایی‌ها می‌شوند و حق فروش دارایی‌ها را ندارند.
- ❖ هنگامی که «فروش واقعی» اتفاق نیفتد، در اصل دارایی‌ها از ترازنامه بانی خارج نشده است ولی هنگامی که فروش واقعی انجام شود، دارایی‌ها از ترازنامه بانی خارج شده و دارندگان اوراق نیز که مالکان جدید دارایی محسوب می‌شوند، دارای همه حقوق مالکیت بر دارایی‌ها هستند و می‌توانند در صورت نکول بانی در ایفای تعهدات، بدون نیاز به رجوع به او، دارایی‌ها را مصادره کنند.

مقایسه دیدگاه کمیته فقهی سازمان بورس با AAOIFI در ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی

دیدگاه کمیته فقهی	دیدگاه AAOIFI
<ul style="list-style-type: none">❖ لزوم انتقال مالکیت به صورت واقعی❖ عدم پذیرش مالکیت ذی‌نفعانه	<ul style="list-style-type: none">❖ صکوک قابل معامله باید بیانگر مالکیت دارندگان اوراق در دارایی‌های واقعی به همراه همه حقوق و تعهدات همراه با مالکیت باشد.❖ عدم پذیرش مالکیت ذی‌نفعانه

۱ - بنده مالک اصلی یک ساختمان بودم. مالکیت ساختمان را به شخص دیگر (به عنوان امین) سپرده و شرط کردم که آن ساختمان توسط امین به طور موقت به نفع اشخاص دیگری اداره شود، به نوعی که منافع حاصل از ساختمان نه به امین که به ذی‌نفع‌ها برسد. در عین حال امین تنها یک نماینده معمولی نبوده و این اختیار را داشت که در صورت لزوم ساختمان را بفروشد یا ببخشد. ولی شرط شده بود که مالکیت کامل بر ساختمان نداشته باشد، به‌گونه‌ای که بنده بتوانم بعد از دو سال اداره ساختمان را خود بر عهده بگیرم. همچنین ساختمان توسط طلبکاران امین قابل توقیف نباشد و به ورثه او نیز به ارث نرسد. امین هم در قبال این خود کار کارمزد دریافت می‌کرد. به علاوه این قرارداد در قالب وقف، وصیت، صلح، وکالت یا تعهد به نفع شخص دیگر نبوده است. سوال بنده این است که آیا چنین فعالیتی مشروعیت داشته است و می‌توان آن را ذیل اصل آزادی

قراردادها پذیرفت؟

- ❖ طبق نظر اکثریت مراجع تقلید، مالکیت ذی‌نفعانه و رابطه مبتنی بر تراست از مشروعیت فقهی برخوردار است. ولی بهتر است این رابطه بر اساس قرارداد وکالت تنظیم شود. بنابراین در صورت نیاز به طراحی صکوک بر اساس رابطه تراست، مانع جدی فقهی در این زمینه وجود ندارد.
- ❖ با توجه به محدودیت قانونی در این زمینه، لازم است رابطه مبتنی بر تراست در قانون به طور روشن و صریح تدوین شود. به منظور تشکیل تراست در صکوک بین‌المللی دو راهکار وجود دارد؛ اول معرفی تراست در نظام حقوقی ایران با تصویب قانون جدید یا اصلاح قوانین فعلی، دوم به رسمیت شناختن تراست‌هایی که طبق قوانین خارجی تشکیل شده‌اند. با توجه به پیچیدگی‌های شیوه اول، بهتر است از شیوه دوم با تدوین مواد قانونی مورد نیاز استفاده شود.

❖ از جمله تفاوت‌های مهم محصولات مالی اسلامی با محصولات مالی متعارف، لزوم پیوند نرخ بازده و کارمزدهای پرداختی با عملکرد دارایی‌های پایه یا فعالیت و کسب‌وکار مربوطه است. معمولاً در عقود مبادله‌ای، نرخ بازده به صورت ثابت تعیین می‌شود، ولی در عقود مشارکتی نرخ بازده به صورت متغیر و بر اساس نتیجه فعالیت مشخص می‌گردد.

❖ شناورسازی نرخ سود، از جمله راهکارهایی است که امروزه در اوراق بهادار متعارف به منظور افزایش جذابیت اوراق برای ناشران یا سرمایه‌گذاران از آن استفاده می‌شود. در اوراق با نرخ سود شناور، پرداخت‌های دوره‌ای بازده اوراق با یک نرخ متغیر یا بر اساس تعدیل سود مطابق یک معیار از پیش تعیین شده انجام می‌شود. این معیار می‌تواند موارد مختلفی همچون شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)، نرخ لایبور، نرخ اوراق خزانه و غیره باشد.

مقایسه دیدگاه کمیته فقهی سازمان بورس با AAOIFI در ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی

دیدگاه کمیته فقهی	دیدگاه AAOIFI
<ul style="list-style-type: none">❖ لزوم ارتباط بین نرخ بازده و کارمزدهای پرداختی در صکوک❖ پذیرش شناورسازی نرخ سود در اوراق اجاره و مشارکت	<ul style="list-style-type: none">❖ لزوم ارتباط بین نرخ بازده و کارمزدهای پرداختی در صکوک❖ امکان شناور کردن اجاره‌بها در صورت استفاده از معیار معین و تعیین نرخ کف و سقف❖ امکان پرداخت سود علی‌الحساب در مشارکت و تعیین روش توزیع سود به صورت متغیر

۱ - بنده قراردادی متشکل از چند عقد اجاره متوالی با شخص دیگر منعقد کرده‌ام به‌گونه‌ای که در عقد اجاره اول چند عقد اجاره دیگر شرط شده است. یعنی در عقد اجاره اول با سررسید سه ماهه اولاً، نرخ اجاره‌بهای اولین عقد اجاره تعیین شده است (با نرخ مشخص یعنی ۲۰ درصد ارزش دارایی). ثانیاً ضمن این عقد اجاره، شرط کرده‌ایم که دو طرف (موجر و مستاجر) متعهدند تا سررسید آخرین عقد اجاره، ابتدای هر دوره زمانی (هر سه ماه یکبار) عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره‌بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص باشد: الف) آیا این قرارداد صحیح است و با توجه به شیوه تعیین اجاره‌بها مشکل غرری بودن در آن ایجاد نمی‌شود؟ ب) در صورت تعیین نرخ کف و سقف برای اجاره‌بها، قرارداد چه حکمی دارد؟ مستدعی است در صورت امکان به طور مشروح توضیح داده شود.

۲- اینجانب با یکی از نزدیکان در انجام یک پروژه شراکت کرده‌ام و هر کدام به نسبت مساوی سرمایه نقدی مشارکت را تامین کرده‌ایم. مدیریت پروژه بر عهده شخص دیگری است و ایشان متعهد شده تا پایان دوره مشارکت، هر سه ماه یکبار مبلغی را به عنوان سود علی‌الحساب به شرکا بپردازد که این مبلغ هر سه ماه بر اساس نرخ تورم تعدیل می‌شود (مثلا در سه ماه اول بر اساس نرخ تورم بانک مرکزی ۱۸ درصد، در سه ماه دوم ۲۰ درصد و در سه ماه سوم ۱۹ درصد). در پایان دوره هم بر اساس سود واقعی محقق شده، تسویه حساب انجام می‌شود و پس از پرداخت پاداش مدیر، باقیمانده سود واقعی بین شرکا تقسیم می‌شود. آیا با توجه به سازگار تعیین شده برای محاسبه سود علی‌الحساب چنین قراردادی صحیح است؟ در صورت امکان به طور مفصل توضیح داده شود.

- ❖ در کلیه صکوک منتشره لازم است نرخ بازده با قرارداد پایه ارتباط داشته باشد و سود با توجه به عملکرد واقعی طرح یا فعالیت مرتبط با اوراق محاسبه و پرداخت شود.
- ❖ در صکوک مشارکت امکان شناورسازی سود اوراق با استفاده از پرداخت سود علی‌الحساب به صورت متغیر (به دلیل ماهیت قرض داشتن سود علی‌الحساب) و مرتبط کردن آن با شاخصی مانند نرخ تورم، نرخ بهره لایبور و غیره وجود دارد. در عین حال لازم است در پایان طرح، سود و زیان بر اساس نتیجه و برابری نهایی به شکل واقعی محاسبه و تسویه حساب انجام شود. با توجه به آنکه در اوراق وکالت نیز سود اوراق به صورت علی‌الحساب پرداخت می‌شود و با توجه به استقبال بیشتر از صکوک وکالت در سطح بین‌المللی، می‌توان صکوک بین‌المللی را با استفاده از قرارداد وکالت به صورت نرخ بازده شناور طراحی کرد.

❖ با توجه به اینکه اکثریت مراجع تقلید بر تعیین دقیق اجاره‌بها تاکید دارند، لذا به منظور رفع شبهه غرر در اوراق اجاره با نرخ شناور، لازم است تا نرخ اجاره‌بها به صورت دقیق در ابتدای هر دوره تعیین شود. با توجه به اینکه موسسه AAOIFI نیز متغیر بودن اجاره‌بها را به شرط تعیین دقیق آن بر اساس فرمول معین پذیرفته، می‌توان به منظور انتشار صکوک بین‌المللی اجاره با نرخ شناور، قرارداد اجاره را به صورت چندین قرارداد متوالی طراحی کرد به گونه‌ای که قراردادهای اجاره بعدی در قرارداد اول شرط شده باشد و نرخ اجاره‌بها نیز با فرمول روشن و معینی در قرارداد اول مشخص شود. همچنین چنانچه این شرط، به صورت «شرط فعل» در ضمن قرارداد اول آمده باشد صحیح است؛ ولی اگر به صورت «شرط نتیجه» تصریح شده باشد، چنین شرطی صحیح نمی‌باشد. زیرا اجاره و تملیک منفعت نیاز به سبب خاص دارد که در شرع و قانون مشخص شده است و نمی‌توان بدون آن سبب خاص، نتیجه آن را در ضمن یک عقدی شرط نمود. در مجموع با توجه به شبهات موجود درباره احتمال غرری بودن این قرارداد، توصیه می‌شود حتی‌الامکان از سایر قراردادهای همانند مشارکت برای طراحی صکوک بین‌المللی شناور استفاده شود.

❖ منظور از تعهد خرید در صکوک آن است که یک طرف (بانی) به سرمایه‌گذاران ضمانت می‌دهد که فعالیت کسب‌وکار مربوط به صکوک سودآور خواهد بود و در صورت وقوع هرگونه زیان، ضامن سهم مربوط به سرمایه‌گذاران در آن فعالیت را به قیمت اسمی (یعنی به میزان سرمایه اولیه دارندگان صکوک) یا بر اساس یک فرمول از پیش تعیین شده از آنها می‌خرد و به نوعی اصل سرمایه و یا سود آن را تضمین می‌کند. در مقابل سرمایه‌گذاران با کاستن بخشی از سود خود به وسیله محدود کردن نرخ بازده به یک نرخ مرجع به علاوه شکاف بازده یا هرگونه نرخ مرجع دیگر جبران می‌کنند. بنابراین اگر نرخ بازده از نرخ مورد توافق بیشتر شود، مازاد سود به طرف دیگر تعلق می‌گیرد.

مقایسه دیدگاه کمیته فقهی سازمان بورس با AAOIFI در ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی

دیدگاه کمیته فقهی	دیدگاه AAOIFI
<ul style="list-style-type: none">❖ جواز تضمین اصل سرمایه در عقود مشارکتی توسط شرکا یا شخص ثالث (در ازای دریافت کارمزد)❖ جواز تضمین حداقل سود توسط شخص ثالث در عقود مشارکتی در ازای دریافت کارمزد	<ul style="list-style-type: none">❖ جواز ضمانت در عقود مبادله‌ای❖ عدم جواز اشتراط جبران خسارت توسط شرکا در عقود مشارکتی به جز در موارد نکول ارادی، سوء مدیریت و نقض قرارداد❖ جواز بازخرید صکوک به ارزش اسمی در صکوک مبادله‌ای و عدم جواز بازخرید صکوک به ارزش اسمی در صکوک مشارکتی

۱- در شرکتی فعالیت می‌کنم که ماهیانه مبلغی سود پرداخت می‌کند. یکی از دوستانم می‌خواهد وارد این شرکت شود ولی ریسک نمی‌کند و می‌ترسد. از این رو به بنده پیشنهاد داده است که اصل سرمایه او را ضمانت کنم و به او چک بدهم و در عوض او نیز ۲۰ درصد سود ماهیانه خود را به من بدهد. الف) اگر تضمین در خود قرارداد ذکر شود، چه حکمی دارد؟ ب) اگر تضمین در ضمن عقد خارج لازم شرط شود، چه حکمی دارد؟

۲- مستدعی است بفرمایید در قرارداد مشارکت برای یک فعالیت مشروع که همه شرکا سهم‌الشرکه مساوی دارند، کدام یک از شروط زیر از طرف یکی از شرکا مشروعیت دارد:

الف) اینکه اصل سرمایه دیگر شرکا را تضمین کند ولی اگر نرخ سود از ۲۰ درصد بیشتر شد، مازاد سود به او تعلق گیرد.

ب) اینکه اصل سرمایه دیگر شرکا را تضمین کند ولی اگر نرخ سود از ۲۰ درصد بیشتر شد تا سقف ۴۰ درصد، مازاد سود به او تعلق گیرد و بیشتر از ۴۰ درصد به همان نسبت مساوی بین شرکا تقسیم شود (سقف ۴۰ درصد به دلیل کاهش احتمال نزاع و شبهه غرری شدن در نظر گرفته شده است)؟

پ) اینکه اصل سرمایه دیگر شرکا را تضمین کند ولی سهم او از سود ۱۰ درصد بیشتر از دیگر شرکا باشد؟

- ۳- برای اجرای یک پروژه ساختمانی با چند نفر دیگر شریک شده‌ام و در ابتدا هر یک از شرکا مبالغ یکسانی را به عنوان سرمایه اولیه مشارکت فراهم کرده‌اند. اگر یکی از شرکا متعهد شود که پیش از اتمام پروژه، در صورت درخواست هر یک از شرکای دیگر، سهم‌الشرکه آنها را به انحاء ذیل خریداری کند، کدام مورد مشروع است؟
- الف) به صورت شرط در متن قرارداد و به قیمت مبلغ پرداخت شده در ابتدا به عنوان سهم‌الشرکه
- ب) به صورت شرط در متن قرارداد و به قیمت زمان خرید (طبق ارزش کارشناسی شده)
- پ) به صورت شرط ضمن عقد خارج لازم و به قیمت مبلغ پرداخت شده در ابتدا به عنوان سهم‌الشرکه
- ت) به صورت شرط ضمن عقد خارج لازم و به قیمت زمان خرید (طبق ارزش کارشناسی شده)

۴- یک شرکت سرمایه‌گذاری با انتشار اوراق سرمایه‌گذاری با مبالغ معین (برای مثال یک میلیون ریالی)، اقدام به جمع‌آوری وجوه از مردم برای اجرای پروژه می‌کند و وجوه حاصل از واگذاری اوراق را به وکالت از طرف صاحبان اوراق، در قالب قراردادهای مختلفی (چون فروش اقساطی، اجاره، استصناع یا مشارکت) برای تامین مالی بخش‌های مختلف پروژه به کار می‌گیرد و در نهایت سود حاصل از آن سرمایه‌گذاری‌ها را بعد از کسر حق‌الوکاله به صاحبان اوراق می‌پردازد. این شرکت برای ایجاد اعتماد و جلب نظر سرمایه‌گذاران، اقدام به انعقاد قراردادهای تضمین اصل سرمایه و تضمین حداقل سود انتظاری صاحبان اوراق، با شخص ثالث به شرح ذیل می‌کند:

الف) شخص ثالث با گرفتن مبلغی معین (برای مثال یک درصد اصل سرمایه) از شرکت سرمایه‌گذاری، اصل سرمایه سرمایه‌گذاران (صاحبان اوراق) را تضمین می‌کند.

ب) شخص ثالث با گرفتن مبلغی معین (برای مثال دو درصد اصل سرمایه) از شرکت سرمایه‌گذاری، افزون بر اصل سرمایه، پرداخت حداقل سودی را برای سرمایه‌گذاران، تضمین می‌کند.

توضیح اینکه اگر پروژه با موفقیت انجام گیرد و سود آن بالاتر از حداقل سود تضمین شده باشد، کسی کاری با شخص ثالث ندارد اما چنانچه سود پروژه کم شود یا نسبت به اصل سرمایه خسارتی وارد شود شخص ثالث مطابق قرارداد دوم مابه‌التفاوت سود و مطابق قرارداد اول مابه‌التفاوت اصل سرمایه را تکمیل می‌کند.

مستدعی است نظر مبارک خود را نسبت به قرارداد اول و دوم شرکت سرمایه‌گذاری با شخص ثالث مرقوم فرمایید.

تحلیل ابعاد فقهی

❖ در عقود مبادله‌ای از نظر اکثریت مراجع تقلید امکان تضمین اصل و سود سرمایه وجود دارد. همچنین در عقود مشارکتی طبق نظر اکثریت مراجع تقلید، امکان تضمین اصل سرمایه توسط یکی از شرکا وجود دارد، ولی امکان تضمین سود انتظاری توسط یکی از شرکا وجود ندارد. ولی شخص ثالث می‌تواند اصل سرمایه و سود انتظاری را تضمین کند.

❖ براینده نظرات مراجع تقلید نشان می‌دهد در صکوک مشارکت، یکی از شرکا می‌تواند اصل سرمایه سایر شرکا را تضمین کند. همچنین یکی از شرکا می‌تواند در قبال تضمین اصل سرمایه سایر شرکا، درصد بیشتری از سود نسبت به سایر شرکا دریافت کند. ولی اگر شرط کند که در قبال تضمین اصل سرمایه، مازاد بر یک نرخ سود معین (مثلاً ۲۰ درصد) متعلق به او باشد، چنین شرطی به دلیل احتمال بروز نزاع و شبهه غرری بودن محل اشکال است، مگر اینکه سقف معینی برای آن تعیین شود. مثلاً یکی از شرکا چنین شرط کند که در قبال تضمین اصل سرمایه سایر شرکا، اگر نرخ سود از ۲۰ درصد بیشتر شد تا سقف ۴۰ درصد، مازاد سود به او تعلق گیرد، ولی اگر نرخ سود کمتر از ۲۰ درصد یا بیشتر از ۴۰ درصد شد، به همان نسبت سهم‌الشرکه بین شرکا تقسیم شود. همچنین در قبال تضمین اصل سرمایه سایر شرکا، می‌تواند شرط کند که سهم او از سود برای مثال ۱۰ درصد بیشتر از دیگران باشد. با وجود این به منظور طراحی صکوک بین‌المللی در قالب عقود مشارکتی، به دلیل تفاوت دیدگاه‌ها درباره ضمانت بین فقه امامیه و مذاهب اهل سنت، توصیه می‌شود تا تضمین صورت گرفته در این عقود تنها محدود به اصل سرمایه باشد و ترجیحاً این تضمین توسط شخص ثالث مستقل از ارکان صکوک انجام شود تا شبهات شرعی در رابطه با آن پدید نیاید. در عین حال می‌توان از سازکارهای جایگزین همچون رتبه‌بندی اعتباری برای ارتقای اعتباری در صکوک استفاده کرد تا نیاز به ضامن به حداقل برسد.

تحلیل ابعاد فقهی

❖ طبق دیدگاه اکثریت مراجع تقلید در قرارداد مشارکت، یکی از شرکا می‌تواند ضمن عقد خارج لازم شرط کند که در صورت درخواست شرکای دیگر، سهم آنها را به قیمت مبلغ سهم‌الشرکه اولیه یا قیمت کارشناسی زمان خرید یا قیمت مورد توافق دیگر، از آنها خریداری کند؛ در واقع این شرط به شکل تعهد خرید یا تعهد فروش در ضمن عقد خارج لازم مطرح می‌شود. ولی تعیین چنین شرطی در خود قرارداد مشارکت محل اشکال است. بنابراین در صکوک‌های مشارکت، تعهد بازخرید صکوک توسط ناشر به قیمت اسمی یا به قیمت کارشناسی در زمان خرید مجاز است.

❖ در صکوک مبتنی بر استخر دارایی‌ها که در قالب اوراق و کالت منتشر می‌شود و وجوه آن در قالب قراردادهای مختلف به کار گرفته می‌شود، طبق دیدگاه اکثریت مراجع تقلید شخص ثالث می‌تواند در قبال دریافت کارمزد، اصل سرمایه و حداقل سود انتظاری را تضمین کند. با توجه به تفاوت دیدگاه‌ها در این زمینه توصیه می‌شود در این‌گونه اوراق نیز از دیگر سازکارهای ارتقای اعتباری همانند رتبه‌بندی اعتباری به منظور مدیریت ریسک اعتباری صکوک بین‌المللی استفاده شود.

- ❖ پذیرفتن جواز بیع دین، دو نتیجه مهم در بازار سرمایه در پی دارد: یکی فراهم شدن امکان تصکیک بدهی‌ها و دیگری امکان تقویت و توسعه بازار ثانوی معاملات صکوک .
- ❖ مشهور فقهای شیعه بیع دین به شخص ثالث را مجاز می‌دانند و لذا بازار ثانوی صکوک می‌تواند در داخل کشور ایران شکل بگیرد. فقهای مذاهب شافعی و مالکی نیز دیدگاه مشابهی دارند. فقهای حنفی این نوع بیع دین را به صورت مستقیم نمی‌پذیرند، ولی برای حل اشکال آن پیشنهادهایی ارائه می‌دهند. فقهای حنبلی به طور کامل بیع دین به شخص ثالث را رد می‌کنند. از این رو برای انتشار صکوک بین‌المللی در قالب بیع دین، محدودیت‌هایی از جهت بازار ثانوی آن وجود دارد.

تبیین - استخر دارایی‌ها و حداقل قیمت

❖ بر اساس ضوابط مشهور فقه اهل سنت، اگر یک شیء از دو جزء تشکیل شده باشد که یکی از آنها به لحاظ شرعی مجاز و دیگری غیرمجاز باشد، آنگاه کل شیء مذکور تنها در صورتی مشروع فرض می‌شود که سهم جزء شرعی غلبه داشته باشد (قاعده الحکم للأكثر).

❖ جهت حل مشکل بازار ثانوی صکوک مبتنی بر بدهی (مانند صکوک مرابحه) می‌توان استخری از دارایی‌ها را تعریف کرد که بخش عمده آن دارایی‌های فیزیکی یا عینی و بخش کمتر آن دارایی‌های دینی باشد. زمانی که سرمایه‌گذاران، صکوک را مبادله می‌کنند، در واقع بخشی از استخر دارایی‌ها را معامله می‌کنند که در آن، هم دارایی‌های عینی وجود دارد و هم دارایی‌های دینی و البته غلبه با دارایی‌های عینی است. چنین معاملاتی از منظر اکثر فقهای اهل سنت مشروع در نظر گرفته می‌شود.

❖ در رابطه با اینکه درصد غلبه چه میزان است، بین فقهای اهل سنت اختلاف وجود دارد؛

❖ ۶۶ درصد - ۵۱ درصد - ۳۳ درصد

مقایسه دیدگاه کمیته فقهی سازمان بورس با AAOIFI در ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی

موضوع	دیدگاه AAOIFI	دیدگاه کمیته فقهی
بیع دین و بازار ثانوی در صکوک	❖ عدم جواز بیع دین به غیر مدیون با ثمن حال	❖ جواز بیع دین به غیرمدیون با ثمن حال
استخر دارایی‌ها و تعیین حداقل قیمت در صکوک	❖ تعیین معیار یک‌سوم به عنوان ملاک غلبه اکثریت در استخر دارایی‌ها	❖ تعیین معیار ۶۰ درصد به عنوان ملاک غلبه اکثریت در استخر دارایی‌ها

۱- مستدعی است نظر مبارک خود را در رابطه با اصل غلبه (که در فقه اهل سنت با عنوان قاعده غلبه اکثریت مشهور است) که در مواردی همچون مال حلال مخلوط به حرام مبتلا به است، مرقوم فرمایید. آیا چنین اصلی در فقه امامیه وجود دارد؟ در صورت وجود، از نظر مبارک حضرتعالی (صرف نظر از عرف رایج) حداقل لازم برای غلبه چند درصد است؟

۲- بنده انگشترهایی به مشتریان خود می‌فروشم که از ترکیب طلا و نقره ساخته شده است. با توجه به حرمت استفاده از انگشتر طلا برای آقایان و دغدغه برخی مشتریان در این خصوص، برای آنکه مخلوط طلا و نقره طوری باشد که بتوان کل آن را نقره در نظر گرفت و حرمت آن رفع شود، خواهشمندم بفرمایید صرف نظر از دیدگاه عرفی (چون اختلاف نظر زیادی وجود دارد)، از نظر حضرتعالی حداقل چند درصد نقره در انگشترها استفاده کنم تا بتوانم انگشترها را با اطمینان خاطر به مشتریان خود بفروشم؟

۳- آیا معامله کالای ربوی الف (مکیل و موزون) با کالای ب متشکل از اقلام ربوی و غیرربوی، در صورتی که وزن کالای ربوی الف از وزن اقلام ربوی در کالای ب بیشتر باشد، مشروع است؟

۴- معامله یک کیلو خرماي مرغوب با دو کیلو خرماي مخلوط (شامل خرماي مرغوب و نامرغوب) در هر یک از موارد ذیل چه حکمی دارد؟

الف) وزن خرماي مرغوب و نامرغوب در خرماي مخلوط یکسان باشد (هر کدام یک کیلو)؛

ب) وزن خرماي مرغوب در خرماي مخلوط بیشتر باشد (مثلا یک و نیم کیلو)؛

ج) وزن خرماي مرغوب در خرماي مخلوط کمتر باشد (مثلا نیم کیلو).

ضمنا مستدعی است بفرمایید در صورت جواز معامله خرماي مرغوب با خرماي مخلوط، حداکثر چند درصد

از خرماي مخلوط باید از نوع مرغوب باشد تا معامله صحیح باشد؟

۵- یک شرکت سرمایه‌گذاری با انتشار اوراق سرمایه‌گذاری با مبالغ معین (برای مثال یک میلیون ریالی)، اقدام به جمع‌آوری وجوه از مردم برای اجرای پروژه می‌کند و وجوه حاصل از واگذاری اوراق را به وکالت از طرف صاحبان اوراق، در قالب قراردادهای مختلفی (چون فروش اقساطی، اجاره، استصناع یا مشارکت) برای تامین مالی بخش‌های مختلف پروژه به کار می‌گیرد و در نهایت سود حاصل از آن سرمایه‌گذاری‌ها را بعد از کسر حق‌الوکاله به صاحبان اوراق می‌پردازد. اگر فردی در ابتدا ۱۰۰ واحد از اوراق را خریده باشد و پس از مدتی بخواهد اوراق متعلق به خود را که حاکی از حق او در مجموعه‌ای از دارایی‌ها (شامل عین و دین) است در قبال وجه نقد به دیگری بفروشد، آیا الزامی برای حداقل قیمت فروش اوراق وجود دارد؟ توضیح اینکه اگر ۴۰ واحد از دارایی او از نوع دین باشد، ممکن است به خاطر ممنوعیت فروش دین، لازم باشد قیمت فروش اوراق بیشتر از ۴۰ واحد باشد مثلاً ۶۰ واحد تا اینکه ۴۰ واحد آن مربوط به دین و ۲۰ واحد آن نیز مربوط به سایر دارایی‌ها (عین) باشد.

- ❖ با توجه به پذیرش بیع دین (واقعی) به شخص ثالث از سوی مشهور فقها، ترکیب دارایی‌های عینی و دینی در استخر دارایی‌ها با هر نسبتی در استخر دارایی‌ها مجاز است. ولی با توجه به عدم پذیرش بیع دین در برخی مذاهب اسلامی و چالش‌های مربوط به بیع دین، توصیه می‌شود قاعده غلبه اکثریت توسط ناشران صکوک بین‌المللی در داخل نیز در رابطه با استخر دارایی‌های پایه رعایت شود.
- ❖ اکثریت مراجع عظام تقلید، درصد معینی را برای غلبه اکثریت مشخص نکرده‌اند و تعیین آن را بر عهده عرف گذاشته‌اند. هرچند استخراج درصد مشخص برای تعیین اکثریت در استخر دارایی‌ها نیازمند دریافت نظرات تخصص کارشناسان بازار به عنوان عرف متخصص است، ولی با توجه به شواهد موجود و نمونه تعیین شده برای اوراق اجاره مبتنی بر سهام در کمیته فقهی، توصیه می‌شود میزان ۶۰ درصد به عنوان حد آستانه‌ای در صکوک بین‌المللی مبتنی بر استخر دارایی‌ها تعیین شود. زیرا اولاً این نسبت توسط کمیته فقهی سازمان بورس مورد تایید قرار گرفته است و ثانیاً از معیار ۳۳ درصد تایید شود توسط AAOIFI بیشتر است و می‌تواند استانداردهای شرعی این سازمان را نیز پوشش دهد.
- ❖ طبق دیدگاه اکثریت مراجع تقلید، الزامی برای حداقل قیمت فروش صکوک وجود ندارد. زیرا دارایی‌ای که عرفاً دارای ارزش است و عرف عقلاً برای آن ارزش قائل می‌باشند، قابل خرید و فروش است و از نظر ایشان فرقی بین عین و دین نمی‌باشد.

- ❖ شرط جریمه تاخیر تادیه توافقی بین دو طرف قرارداد است که بر اساس آن در صورت تاخیر یا عدم ایفای تعهدات توسط مدیون یا متعهد، با نرخ مشخصی جبران خسارت انجام می‌شود. در واقع جریمه تاخیر تادیه، به عنوان سازکاری برای الزام بدهکار به ایفای به موقع تعهداتش مطرح شده است.
- ❖ تاکنون راهکارهای گوناگونی برای الزام بدهکار برای ایفای به موقع تعهداتش ارائه شده است؛ از جمله دریافت وثیقه و ضمانت بیشتر، دریافت خسارت تاخیر، اشتراط به صورت شرط ضمن عقد (شرط پرداخت جریمه دیرکرد به طلبکار، شرط پرداخت جریمه دیرکرد به صندوق خیریه، شرط پرداخت قرض بدون بهره، شرط جایزه خوش‌حسابی با بخشیدن بخشی از طلب) و تعزیز مالی فرد تاخیرکننده در تادیه مطالبات.
- ❖ در حالتی که صکوک بر پایه استخری از دارایی‌ها منتشر می‌شود و قراردادهای گوناگونی در آن وجود دارد، بحث جریمه تاخیر تادیه پیچیدگی بیشتری خواهد داشت. برای مثال ممکن است بخشی از نقض تعهدات به دلیل تخلف در تحویل کالای سلف باشد که برای آن جریمه‌ای در نظر گرفته شده است و بخش دیگر مربوط به تاخیر در پرداخت اقساط مرابحه باشد که دریافت جریمه تاخیر در آن مجاز نیست. حال این سوال مطرح می‌شود که اگر این‌گونه مطالبات در یک صکوک ترکیب شده باشند و به احتمال زیاد تفکیک آنها نیز دشوار باشد، حکم فقهی دریافت جریمه تاخیر تادیه چگونه خواهد بود.

مقایسه دیدگاه کمیته فقهی سازمان بورس با AAOIFI در ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی

دیدگاه کمیته فقهی	دیدگاه AAOIFI
❖ جواز دریافت جریمه تاخیر تادیه در قراردادهای مبتنی بر بدهی به صورت وجه‌التزام	❖ عدم جواز دریافت جریمه تاخیر تادیه در قراردادهای مبتنی بر بدهی

۱- یک شرکت سرمایه‌گذاری با انتشار اوراق سرمایه‌گذاری با مبالغ معین (برای مثال یک میلیون ریالی)، اقدام به جمع‌آوری وجوه از مردم برای اجرای پروژه می‌کند و وجوه حاصل از واگذاری اوراق را به وکالت از طرف صاحبان اوراق، در قالب قراردادهای مختلفی (چون فروش اقساطی، اجاره، استصناع یا مشارکت) برای تامین مالی بخش‌های مختلف پروژه به کار می‌گیرد و در نهایت سود حاصل از آن سرمایه‌گذاری‌ها را بعد از کسر حق‌الوکاله به صاحبان اوراق می‌پردازد. این شرکت برای ایجاد اعتماد و جلب نظر سرمایه‌گذاران، می‌پذیرد که در صورت عدم ایفای تعهدات خود در زمان مقرر، مبلغ مشخصی را به عنوان وجه التزام به سرمایه‌گذاران بپردازد. همان‌طور که استحضار دارید، دریافت جریمه تاخیر در موردی مانند تاخیر در تحویل کالای سلف مانعی ندارد، ولی در مواردی مانند تاخیر در پرداخت مبالغ معوق اجاره‌بها (که تبدیل به دین شده) محل تردید و با شبهه ربای جاهلی مواجه است. حال در رابطه با اوراق سرمایه‌گذاری که ترکیبی از قراردادهای مختلف را شامل می‌شود، این بحث مطرح است که آیا در این حالت نیز می‌توان جریمه تاخیر دریافت کرد یا خیر. لذا مستدعی است نظر مبارک خود را نسبت به دریافت جریمه تاخیر در موارد ذیل مرقوم فرمایید:

الف) در صورتی که تفکیک نوع مطالبات مقدور باشد؛ یعنی مشخص باشد کدام بخش از مطالبات سرمایه‌گذاران مربوط به اجاره، سلف و مانند آن است.

ب) در صورتی که تفکیک نوع مطالبات مقدور نباشد؛ یعنی مشخص نباشد کدام بخش از مطالبات سرمایه‌گذاران مربوط به اجاره، سلف و مانند آن است.

۲- بنده مطالباتی از شخص دیگر دارم که در نتیجه قراردادهای مختلف شامل اجاره و سلف پدید آمده است. همچنین در ضمن عقد خارج لازم دیگری شرط کرده بودم که در صورت تخلف از ایفای تعهدات و تاخیر در پرداخت سود، مبلغی را به عنوان جریمه تخلف از تحویل به موقع کالا (در مورد سلف) از آن شخص دریافت کنم. در حال حاضر مطمئن نیستم که مطالبات معوق ناشی از کدام قرارداد بوده است و امکان تفکیک مطالبات مربوط به اجاره و سلف نیز وجود ندارد. مستدعی است نظر مبارک خود را در رابطه با دریافت جریمه تاخیر بابت مطالبات از آن شخص مرقوم فرمایید.

- ❖ طبق نظر اکثریت مراجع تقلید، دریافت جریمه تاخیر تادیه در قراردادهای مبتنی بر بدهی اشکال دارد، ولی در سایر قراردادها می‌توان به شکل وجه التزام دریافت کرد.
- ❖ در صکوک‌های مانند وکالت که انواع دارایی‌های پایه در استخر دارایی‌ها وجود دارد و از قراردادهای مختلفی برای انجام فعالیت استفاده می‌شود، در صورتی که امکان تفکیک مطالبات وجود داشته باشد، می‌توان برای موارد مجاز (مانند سلف) جریمه تاخیر دریافت کرد، ولی در موارد غیرمجاز (مانند اجاره‌بهای معوق) دریافت جریمه تاخیر اشکال دارد. ولی از آنجا که در عمل تفکیک مطالبات به لحاظ عملیاتی و حسابداری دشوار است و ممکن است با دقت کافی انجام نشود، لذا توصیه می‌شود تا در این‌گونه موارد، جریمه تاخیر تادیه در قالب وجه التزام دریافت شده و عواید آن در قالب تشکیل یک صندوق خیریه، یا اهدافی همانند توسعه بازار صکوک صرف شود تا شبهه ربوی بودن پیش نیاید.

نمونه استفتائات انجام شده از مراجع عظام تقلید

۹۷۹۱۳۶۸

پایگاه اطلاع رسانی دفتر حضرت آیت الله العظمی صافی مد ظله العالی
The Official Website of Grand Ayatollah Saafi Gulpaygani
تلف: ۰۲۱-۸۸۸۸۸۸۸۸ | فکس: ۰۲۱-۸۸۸۸۸۸۸۸ | پست الکترونیک: info@saafi.ir

بسم الله الرحمن الرحيم

مشتملات فردی

نام: نام خانوادگی: سن: ایمیل: sky2121222@gmail.com آدرس:

س. ضمن عرض سلام محضر حضرت تعالی، مستدعی است بفرمایید معامله یک کیلو خرمای مرغوب با دو کیلو خرمای مخلوط (شامل خرمای مرغوب و نامرغوب) در هر یک از موارد ذیل چه حکمی دارد؟

الف) وزن خرمای مرغوب و نامرغوب در خرمای مخلوط یکسان باشد (هر کدام یک کیلو)؛

ب) وزن خرمای مرغوب در خرمای مخلوط بیشتر باشد (مثلا یک و نیم کیلو)؛

ج) وزن خرمای مرغوب در خرمای مخلوط کمتر باشد (مثلا نیم کیلو).

ضمناً مستدعی است بفرمایید در صورت جواز معامله خرمای مرغوب با خرمای مخلوط، حداکثر چند درصد از خرمای مخلوط باید از نوع مرغوب باشد تا معامله صحیح باشد؟ با تقدیم احترام

بسم الله الرحمن الرحيم

ج. علیکم السلام ورحمة الله

در همه موارد سؤال معامله بیعت فاضل و مرا حرام و باطل است والله العالم. موفق باشید.

استفتائات بخش

اشکال

:From
To: دفتر ه
:Subject

ایمیل: im
کشور: ایر
سن: ۳۰

کد استفتاء:
موضوع:

پرسش:
یک پرو
مدیریت
ماه یکبار

نرخ تور با سلام، در شرکتی فعالیت می‌کنم که ماهی سه ماه یکبار کدم و به او یک بدشم و در عوض او نیز ۲۰ دره محقق شد
شرکا تقسیم می‌شود. آیا با توجه به سازکار تعیین قرارداد صحیح است؟ در صورت امکان به طور

نهاد داده است که اصل سرمایه او را ضمانت
ط شود، چه حکمی دارد؟ با تشکر

توصیه‌های سیاستی

مناسب است به منظور بررسی تخصصی‌تر ابعاد فقهی صکوک بین‌المللی، دفتر بین‌الملل کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار راه‌اندازی شود. این دفتر می‌تواند با تمرکز ویژه بر روی ابزارهای مالی اسلامی قابل انتشار در سطح بین‌المللی، علاوه بر تقویت ارتباط با موسسات مقررات‌گذار بین‌المللی در زمینه مالی اسلامی، امکان تدوین استانداردهای شرعی در سطح بین‌المللی و طراحی ساختارهای نوآورانه فقهی برای انتشار صکوک بین‌المللی را فراهم سازد. همچنین این کمیته می‌تواند با نظام‌مند کردن چارچوب بررسی ساختارهای پیشنهادی صکوک بین‌المللی، ضمن تقویت نوآوری در ارائه ساختارهای نوین، دقت و سرعت فرایند بررسی و تایید ساختارها را افزایش دهد.



از آنجا که موتور محرک توسعه بازارهای مالی، انجام پژوهش‌های کاربردی و طراحی ساختارها، ابزارها و نهادهای مناسب است، پیشنهاد می‌شود یک مرکز تخصصی فقهی در زمینه مالی بین‌المللی تشکیل شود. به منظور هم‌افزایی تلاش‌ها بهتر است این مرکز با همکاری شورای فقهی بانک مرکزی و کمیته فقهی سازمان بورس و از طریق یک نهاد تخصصی همانند انجمن مالی اسلامی ایران پدید آید. لازم به ذکر است مرکز بین‌المللی پژوهش فقهی مالی اسلامی (ISRA) و مرکز بین‌المللی آموزش مالی اسلامی (INCEIF) در مالزی، به عنوان نمونه‌های موفق از جمله مراکزی بوده‌اند که نقش مهمی در توسعه بازار صکوک در این کشور داشته‌اند و می‌توان در تشکیل این مرکز از ساختار و فرایند آنها الگوبرداری کرد.

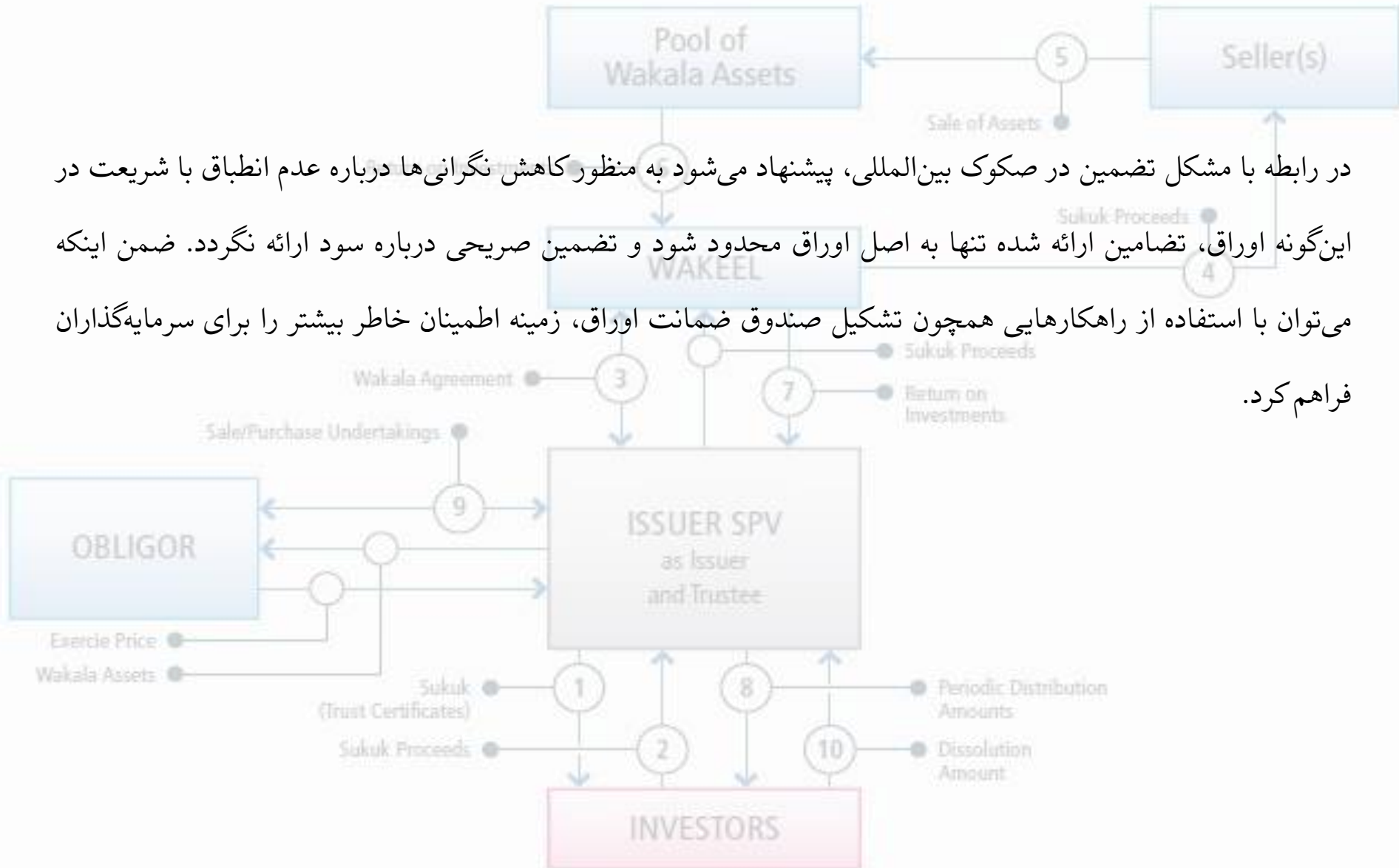
توصیه‌های سیاستی

پیشنهاد می‌شود کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار با همکاری شورای فقهی بانک مرکزی، استانداردهای شرعی انتشار صکوک بین‌المللی را با بهره‌مندی از تجارب موجود به ویژه استانداردهای شرعی AAOIFI تدوین و منتشر کند. این استانداردها به ویژه در موضوعات چالشی همچون سازوکار شرعی جریمه تاخیر تادیه، معاملات ثانوی، ضمانت، انتقال مالکیت، تشکیل استخر دارایی‌ها و شناور کردن نرخ سود در صکوک بین‌المللی راهگشا خواهد بود. همچنین مناسب است در تدوین استانداردهای شرعی انتشار صکوک بین‌المللی با نهادهایی همچون سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی (AAOIFI) و هیئت خدمات مالی اسلامی (IFSB)، همکاری و مشارکت فعال صورت گیرد تا با تاکید بر نقاط اشتراک مذاهب اسلامی، زمینه کاهش چالش‌های فقهی در رابطه با این بازار فراهم شود.



توصیه‌های سیاستی

در رابطه با مشکل تضمین در صکوک بین‌المللی، پیشنهاد می‌شود به منظور کاهش نگرانی‌ها درباره عدم انطباق با شریعت در این‌گونه اوراق، تضامین ارائه شده تنها به اصل اوراق محدود شود و تضمین صریحی درباره سود ارائه نگردد. ضمن اینکه می‌توان با استفاده از راهکارهایی همچون تشکیل صندوق ضمانت اوراق، زمینه اطمینان خاطر بیشتر را برای سرمایه‌گذاران فراهم کرد.



توصیه‌های سیاستی

پیشنهاد می‌شود ناشران اعم از دولتی و غیردولتی برای ورود به بازار صکوک بین‌المللی و استفاده از ظرفیت آن، نخست از ساختارهای شرعی متداول‌تر در صکوک بین‌المللی به منظور افزایش احتمال پذیرش آن در کشورهای هدف استفاده کنند تا احتمال موفقیت انتشار صکوک بیشتر شود. توصیه می‌شود صکوک وکالت، مرابحه و اجاره در اولویت قرار گیرند. همچنین به منظور اطمینان‌بخشی به سرمایه‌گذاران و دیگر ذی‌نفعان صکوک بین‌المللی منتشر شده توسط ناشران داخلی، مناسب است در ماده‌ای قانونی برای انتشار صکوک بین‌المللی، ناشران ملزم به اخذ فتوا از مراجع ذی‌صلاح در بازار هدف یا شوراهای فقهی مورد پذیرش در سطح بین‌المللی شوند.



به رسمیت شناختن نهاد تراست، نقش مهمی در اقبال بازارهای بین‌المللی به صکوک منتشره دارد. زیرا در صکوک بین‌المللی معمولاً از نهاد تراست برای ایجاد مالکیت مشترک در دارایی‌های پایه استفاده می‌شود. با توجه به نتایج پژوهش حاضر مبنی بر عدم وجود مشکل فقهی جدی برای ایجاد سازکار تراست مناسب است تشکیل این نهاد به منظور انتشار صکوک بین‌المللی به ویژه از نوع دولتی به رسمیت شناخته شود.

به منظور تشکیل تراست در صکوک بین‌المللی دو راهکار وجود دارد؛ اول معرفی تراست در نظام حقوقی ایران با تصویب قانون جدید یا اصلاح قوانین فعلی، دوم به رسمیت شناختن تراست‌هایی که طبق قوانین خارجی تشکیل شده‌اند. با توجه به پیچیدگی‌های شیوه اول، پیشنهاد می‌شود از شیوه دوم با تدوین مواد قانونی مورد نیاز استفاده شود.



پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده

- ❖ استفاده از روش اجتهاد چندمرحله‌ای به منظور بررسی ابعاد فقهی موضوعات مالی و اقتصادی و از جمله صکوک بین‌المللی
- ❖ بررسی چالش‌های فقهی مانند انتقال مالکیت، شناورسازی سود، ضمانت، بیع دین، استخر دارایی‌ها و جریمه تاخیر تادیه در صکوک بین‌المللی
- ❖ بررسی تطبیقی استانداردهای شرعی سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی در زمینه صکوک با فقه امامیه و مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و شورای فقهی بانک مرکزی
- ❖ امکان‌سنجی استفاده از ساختارهای گوناگون برای انتشار صکوک بین‌المللی در ایران
- ❖ طراحی ساختارهای نوآورانه ارتقای اعتباری منطبق با شریعت در صکوک بین‌المللی
- ❖ امکان‌سنجی فقهی استفاده از فناوری زنجیره بلوک (بلاک چین) و ارزش‌های دیجیتال در تسویه و پرداخت صکوک بین‌المللی

با تشکر از توجه شما





سلسله نشست‌های تخصصی مالی اسلامی

ابعاد فقهی انتشار صکوک بین‌المللی در نظام مالی ایران

رسول خوانساری

r.khansari@gmail.com

مهر ۱۳۹۸